

## Fallstudien zu Investitionen von Finanzinvestoren in Unternehmen und Schlussfolgerungen der Rasmussen-Experten-Gruppe 2007

### 1. Einleitung

Private Equity (PE) und Hedge Fonds (HF) hatten bis zum Jahre 2000 in Europa allenfalls für Großbritannien und Irland sowie die kleineren Staaten Luxemburg und Liechtenstein eine Bedeutung. Seitdem hat sich die Lage rasch verändert. Weitere europäische Regierungen öffneten sich für die Vorstellung, dass Alternative Investments positive Wirkungen auf die Wirtschaft ausüben und dringend benötigtes Kapital bereitstellen. Die Staaten verbesserten die Rahmenbedingungen für Alternative Investments, beseitigten Regulierungen und Hemmnisse und bieten den Investoren nun Steuererleichterungen.<sup>1</sup> Es scheint nur noch eine Frage der Zeit, bis Hedge Fonds und Private Equity Fonds sich ähnlich frei betätigen können wie in den USA.

Insgesamt führten die Fonds im Jahre 2006 ca. 2000 Transaktionen mit einem Volumen von mehr als 500 Mrd. Euro durch. Damit dominierten sie den Markt für Unternehmensübernahmen.<sup>2</sup> Der Wert europäischer Buy Outs erreichte 2006 168 Mrd. Euro. Das waren 42 % mehr als in 2005. Die Investoren haben sich inzwischen intensiv in Europa umgeschaut. Attraktive Objekte finden sie im deutschen „Mittelstand“: Kleine und mittlere Unternehmen aus dem Maschinenbau, der Automobilzulieferung und weiteren Branchen. Anders als viele Großunternehmen ist der deutsche Mittelstand meist nicht von den Zielen des Shareholder Value getrieben. Diese Unternehmen geben sich mit geringeren Renditen zufrieden; sie orientieren sich an langfristigen Zeiträumen, sind oft im Familienbesitz, identifizieren sich mit dem konkreten Geschäft und fühlen sich gegenüber ihren Belegschaften verantwortlich. Sie verfügen oft über große offene und stille Reserven, beträchtliches Eigenkapital und gute Cash Flows. Unter ihnen finden sich Konglomerate. Eine Reihe führender Firmen des deutschen Mittelstands sind weltweite Champions, die in einer Nische hervorragende Produkte herstellen. Die Organisation dieser Unternehmen weist oft Ineffizienzen auf, deren Beseitigung Renditen steigern kann. All diese Sachverhalte machen die Unternehmen für PE-Gesellschaften und deren renditehungrige Investoren interessant.

Das Betätigungsfeld der Alternativen Investoren erstreckt sich immer mehr auch auf große europäische Unternehmen. Mega-Deals mit einem Volumen von jeweils mehr als einer Mrd. Euro haben in 2006 gegenüber 2005 um 28 % auf 36 Fälle zugenommen. Ihr Wert verdoppelte sich in diesem einen Jahr.<sup>3</sup> Weiter ist zu beobachten, dass PE- und HF-Gesellschaften zunehmend aggressiver gegenüber Unternehmen vorgehen. Feindliche Übernahmen, bis vor einigen Jahren für die PE-Branche praktisch tabu, gehören inzwischen zu ihrem Repertoire.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Economist February 17th 2007, p. 74-75

<sup>2</sup> Handelsblatt 29.12.06, S. 25

<sup>3</sup> Börsenzeitung 23.01.07, S. 12

<sup>4</sup> So ließ sich die PE-Gesellschaft CVC Ende 2006 von ihren Investoren die Option der feindlichen Übernahme genehmigen; Börsenzeitung 04.01.07, S. 10

PE-Fonds haben eine Reihe von Unternehmen, an denen sie beteiligt waren, wettbewerbsstärker gemacht und zusätzliche Arbeitskräfte eingestellt. Sie retteten insolvente oder angeschlagene Unternehmen, die keine anderen Käufer fanden. Immer spielen dabei auch extrem hohe Renditeziele eine Rolle. Neben diesen positiven Beispielen gibt es eine Vielzahl kritischer Fälle. Mit kritisch ist hier gemeint, dass Finanzinvestoren die Unternehmen hoch verschulden, ihnen viel Vermögen entziehen, zahlreiche Beschäftigte freisetzen, ihnen die Löhne kürzen oder die Arbeitsbedingungen und das Unternehmensklima verschlechtern und – im Falle des Engagements von Hedge Fonds – aus kurzfristigen Interessen heraus massiv in langfristige Unternehmensstrategien eingreifen.

An Fallbeispielen aus der HF und der PE-Branche<sup>5</sup> werden im Folgenden typische Problemfelder dieser Alternativen Investments herausgearbeitet und daraus abgeleitet Fragen ihrer Regulierung behandelt.

## **2. Exemplarische Fälle für die Aktivitäten von Private Equity Fonds**

Positiv verlief das Engagement von PE-Investoren beim deutschen Fernsehkonzern *ProSiebenSat1*. Eine Gruppe um den Investor Haim Saban rettete das Unternehmen vor der Insolvenz, und damit auch die Arbeitsplätze. Der frühere Besitzer hatte den Konzern durch Managementfehler in die Krise geführt.<sup>6</sup> *Wincor Nixdorf*, ein Hersteller von Geldautomaten für Banken, Kassensystemen und Verpackungsmaschinen, führte im Siemens-Konzern ein Schattendasein. KKR entwickelte den Produzenten zu einem wettbewerbsstarken Unternehmen weiter. Gute Marktentwicklungen trugen erheblich zum positiven Verlauf bei.<sup>7</sup> Auch der Flugzeughersteller *MTU Aero Engines* genoss in seinem alten Konzern Daimler keine Priorität. Nach Verkauf an den Investor KKR konnte sich das Unternehmen ganz auf sein Geschäft konzentrieren.<sup>8</sup> In einem weiteren Fall kaufte die schwedische Beteiligungsgesellschaft EQT in 2003 zwei deutsche Duft- und Geschmacksstoffhersteller: das Familienunternehmen *Dragoco* sowie *Haarmann & Reimer*, eine Tochter der Bayer AG. Der Investor schmiedete sie zum neuen Konzern *Symrise* zusammen und beförderte ihn auf Platz vier der Weltrangliste. Im Oktober 2006 wurde das Unternehmen an die Börse gebracht. Es stieg in 2007 in den MDAX auf, dem deutschen Börsensegment für mittelgroße Unternehmen.<sup>9</sup> Wiederum die PE-Gesellschaft KKR verstärkte den Wachstumskurs einer deutschen Automobilwerkstättenkette, *A.T.U. – Autoteile*

---

<sup>5</sup> Der Verfasser kann hier auf eine Datenbank der Hans-Böckler-Stiftung zurückgreifen, in der 160 Fälle von HF- und PE-Beteiligungen an Unternehmen ausgewertet wurden.

<sup>6</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 06.08.03, S. 1, Süddeutsche Zeitung 06.08.03, S. 1, Financial Times Deutschland 06.08.03, S. 1, S. 6, S. 24; Handelsblatt 06.08.03, S. 1; Financial Times Deutschland 13.08.03, S. 5; Frankfurter Allgemeine Zeitung 13.08.03, S. 10; Frankfurter Allgemeine Zeitung 07.09.04, S. 11

<sup>7</sup> Wirtschaftswoche 02.09.04, S. 78; Frankfurter Allgemeine Zeitung 02.05.05, S. 13; Börsen-Zeitung 18.05.05, S. 11

<sup>8</sup> Wirtschaftswoche 02.09.04, S. 78; managermagazin 5/05, S. 119 f.; Frankfurter Allgemeine Zeitung 03.05.05, S. 16; Handelsblatt 10.05.05, S. 1, S. 29; Frankfurter Allgemeine Zeitung 11.05.05, S. 16; Handelsblatt 11.05.05, S. 21; Süddeutsche Zeitung 11.05.05, S. 22; Handelsblatt 25.05.05, S. 37; Handelsblatt 01.06.05, S. 35; Handelsblatt 03.06.05, S. 31; Süddeutsche Zeitung 04./05.06.05, S. 29; Handelsblatt 06.06.05, S. 21; Süddeutsche Zeitung 07.06.05, S. 23, S. 30; Süddeutsche Zeitung 07.09.05, S. 30; Börsenzeitung 09.11.05, S. 13; Börsenzeitung 01.02.06, S. 1, S. 3, S. 9; Financial Times Deutschland 01.02.06, S. 3; Financial Times Deutschland 24.03.06, S. 10; Süddeutsche Zeitung 03.05.06, S. 28; Süddeutsche Zeitung 13./14.05.06, S. 27; Handelsblatt 18.2007.06, S. 17; Börsenzeitung 27.2007.06, S. 8, S. 10; Handelsblatt 26.10.06, S. 17; Financial Times Deutschland 26.10.06, S. 11

<sup>9</sup> Wirtschaftswoche 28.04.2005, S. 66; Handelsblatt 30.05.2005, S. 26

*Unger.* Die Zahl der Autowerkstätten wurde in der Beteiligungsphase von KKR um 10 % erhöht. Da die Belegschaftsstärke konstant blieb, bedeutete dies für die Beschäftigten allerdings härtere Arbeitsbedingungen und die Erhöhung der Arbeitszeiten von 37,5 auf 40 Stunden.<sup>10</sup> Über das Jahr 2006 verbreitete KKR allerdings kaum noch Informationen. Umsatz und Gewinn waren zurückgegangen. Die *Linde AG* war ein Mischkonzern mit vier Säulen, und wurde häufig als Übernahmekandidat gehandelt. Linde verkaufte seine Gabelstaplersparte („Kion“) an KKR sowie an Goldman Sachs weiter. Die Investoren sowie der Vorstandsvorsitzende Wolfgang Reitzle ließen sich auf die Forderungen des Betriebsrates und der Metall-Gewerkschaft ein, die bisherigen Investitionsplanungen und eine bestehende Garantie für den Erhalt der Arbeitsplätze, die bis 2011 reichten, weiterhin zuzusagen.<sup>11</sup> Alle diese für die Weiterexistenz der Unternehmen und für die Sicherheit der Arbeitsplätze relativ positiven Beispiele haben dennoch eine kritische Seite: Um hohe Renditen erzielen zu können, ziehen die PE-Gesellschaften erhebliches Vermögen aus den Unternehmen und überlassen sie nach dem Ausstieg mit geschwächter Kapitalausstattung ihrem weiteren Schicksal.

Gegenüber diesen trotz kritischer Bestandteile eher positiven Fällen gibt es auf der anderen Seite zahlreiche negative. Schlagzeilen in den USA machte das Engagement dreier Beteiligungsfirmen beim Autovermieter *Hertz*. Die Fonds hatten das Unternehmen Ende 2005 für 15 Mrd. Dollar mit eigenem Kapital von 2,3 Mrd. Dollar von Ford gekauft, 12,7 Mrd. \$ waren über Schulden fremdfinanziert. Bereits Ende 2006 brachten sie das Unternehmen an die Börse. Für 28 % der Aktien (den Rest hielten weiterhin die Fonds) konnten 1,32 Mrd. Dollar erzielt werden. In der kurzen Beteiligungszeit von 11 Monaten veranlassten sie das Unternehmen zu kreditfinanzierten Sonderausschüttungen in Höhe von knapp 1,5 Mrd. Dollar. Daneben nahmen sie für Beratung und andere Dienste noch ca. 92 Mio. Gebühren ein. Die Schulden belasten massiv die Gewinnentwicklung von *Hertz*.<sup>12</sup> In Europa war der Fall des dänischen Telekommunikationsunternehmens *TDC* ebenso spektakulär. Fünf Private Equity Fonds kauften den Konzern für etwa 15 Mrd. Euro. Bereits nach einigen Monaten genehmigten sie sich aus den Mitteln des Unternehmens eine extrem hohe Ausschüttung von etwa 5 Mrd. Euro. Die hohe Fremdfinanzierungsquote des Kaufs berücksichtigt, hatten die Fonds in kürzester Zeit das von ihnen selbst bereit gestellte Eigenkapital zurückerhalten – und sie besaßen immer noch alle Unternehmensanteile.<sup>13</sup> Der amerikanische Investor Texas Pacific Group (TPG) ist gleich durch drei besonders negative Beispiele in Europa aufgefallen. Beim weltweit zweitgrößten Airline-Caterer *Gate Gourmet* hatte TPG ein Sanierungskonzept aufgestellt, das extrem hart bei den Beschäftigten ansetzte. Der Investor hatte durch Einführung schlechterer Arbeitsbedingungen zahlreiche Konflikte mit der Belegschaft provoziert. Die Strategien des Investors gingen nicht auf, die Beteiligung war für den Investor ein Verlustgeschäft. In Frankreich stellte TPG beim Chipkartensteller *Gemplus*, der auch in sicherheitsrelevanten

---

<sup>10</sup> Finance 09/04, S. 28 f.; Wirtschaftswoche 02.09.04, S. 78; Börsenzeitung 14.10.04, S. 17; Frankfurter Allgemeine Zeitung 02.05.05, S. 13; Handelsblatt 06.05.05, S. 3

<sup>11</sup> Süddeutsche Zeitung 09.06.05, S. 24; Frankfurter Allgemeine Zeitung 29.06.05, S. 12; Börsenzeitung 05.09.06, S. 13; Frankfurter Allgemeine Zeitung 22.09.06, S. 17; managermagazin 11/06, S. 91ff.; Börsenzeitung 01.11.06, S. 11; Börsenzeitung 07.11.06, S. 11; Financial Times Deutschland 17.11.06, S. 10; Financial Times 07.11.06, S. 13; Börsenzeitung 23.11.06, S. 9; Börsenzeitung 28.11.06, S. 9; Börsenzeitung 22.12.06, S. 10; Börsenzeitung 09.01.06, S. 9; Börsenzeitung 12.01.07, S. 9

<sup>12</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 08.12.06, Frankfurter Allgemeine Zeitung 17.11.06, S. 24

<sup>13</sup> Schneider 2006

Geschäftsfeldern tätig ist, einen ehemaligen CIA-Mann als Fondsverantwortlichen an. Dies löste eine große Empörungswelle in Frankreich aus. Und in Deutschland unternimmt der Investor alle Anstrengungen, um sich beim Mobilfunkdienstleister *Mobilcom* eine riesige Sonderdividende ausschütten zu lassen. Das Unternehmen wird dadurch in seiner ökonomischen Entwicklung gehemmt. Die Bundesdruckerei in Deutschland, ein ehemaliges Staatsunternehmen, ist durch Finanzinvestoren praktisch in den Ruin getrieben worden.<sup>14</sup> Die Autobahn-Raststättenkette Tank & Rast wurde durch Sonderdividenden ausgeblutet und leidet unter der dünnen Kapitaldecke.<sup>15</sup> Große Konflikte gab es in Großbritannien in 2006 und 2007 um die Beteiligungen von PE-Gesellschaften am Automobilclub AA, an der Restaurantkette Little Chef, an der Supermarktkette Sainsbury's, am Gefrierkostunternehmen Birds Eye und am Parkplatzbetreiber NCP. Auf zwei Fälle aus Großbritannien und drei aus Deutschland wird nun näher eingegangen.

*Gate Gourmet* war vor der Übernahme ein Unternehmen der schweizerischen Airline Swissair. Durch die Turbulenzen im Zusammenhang mit dem 11. September 2001 geriet neben der Muttergesellschaft auch der in vielen Ländern operierende Caterer in Schwierigkeiten. TPG kaufte das Unternehmen 2002. Der Investor entwickelte 2005 ein Sanierungskonzept, das für die englischen Beschäftigten geringere Löhne, Wegfall von Sozialleistungen, schlechtere Arbeitsbedingungen und die Streichung von 675 der 2200 Stellen vorsah. In einer Urabstimmung lehnten die in der Gewerkschaft T&G organisierten Angestellten den Sanierungsplan ab. Im August 2005 eskalierte der Konflikt. Trotz des geplanten Arbeitsplatzabbaus stellte die Firma Leiharbeitskräfte ein. Die Beschäftigten versammelten sich und verlangten Erklärungen, worauf die Firmenleitung sie zunächst einsperrte und dann ultimativ aufforderte, die Bedingungen zu akzeptieren. Nach deren Weigerung wurde die gesamte Schicht mit der Begründung entlassen, der Streik sei illegal. Insgesamt wurden etwa 670 Beschäftigte gekündigt. Was die Belegschaft vermutete, enthüllte dann die Zeitung „Daily-Mirror“: TPG hatte von vornherein das Ziel verfolgt, einen Streik zu provozieren, um einen Vorwand für Massenentlassungen zu haben. Die zuvor gegründete Tochterfirma Versa Logistics stand bereit, die entlassenen Mitarbeiter durch billigere polnische Leiharbeiter zu ersetzen. Die polnischen Arbeitskräfte wurden gegen die Gate Gourmet-Beschäftigten – überwiegend Migranten aus Indien, Pakistan und Bangladesh – ausgespielt. Das ebenfalls in der T&G organisierte Bodenpersonal der British Airways legte in einer Solidaraktion gegen die Massenentlassungen bei Gate Gourmet die Arbeit nieder und brachte damit den internationalen Flugbetrieb in London Heathrow zum Erliegen. 100.000 Fluggäste konnten nicht starten. Viele Beschäftigte von Gate Gourmet waren früher bei BA beschäftigt. Die zweite große auf Heathrow vertretene Gewerkschaft erklärte, dass ihre Mitglieder keine Streikbrecherarbeit leisten würden. Am 29. September 2005 akzeptierten die Entlassenen von Gate Gourmet eine Abfindungsregelung. Die Mehrheit der Gekündigten konnte entweder in die Firma zurückkehren oder die Abfindung annehmen. Auch bei Gate Gourmet Deutschland wurden parallel zu den Entwicklungen in England die Arbeitszeiten verlängert, der Urlaub verkürzt und die Schichtzulagen gestrichen. Laut Aussagen der Betriebsräte nahm die Arbeitshetze stark zu. In Deutschland kam es zu einem Streik, der insgesamt 176 Tage dauerte und schließlich in einem Kompromiss endete: Arbeitszeiterhöhung von 38 auf 40

---

<sup>14</sup> Wirtschaftswoche 02.09.04, S. 78; Süddeutsche Zeitung 03.05.05, S. 2; Wirtschaftswoche 19.05.05, S. 48; Manager-Magazin 10/05, S. 58-67; Süddeutsche Zeitung 04.01.07 S. 5

<sup>15</sup> Wirtschaftswoche 02.09.2004, S. 78; Financial Times Deutschland 26.07.06, S. 1; Frankfurter Allgemeine Zeitung 27.07.06, S. 15

Stunden, flexiblere Arbeitszeiten, Schichtfreizeiten zum Ausgleich, keine betriebsbedingten Kündigungen bis 2009.<sup>16</sup>

Der britische Automobilclub *Automobile Association (AA)* wurde 2004 von der Centrica Group, die die Zahl der Mitglieder um 5,5 Mio. auf 13,2 Mio. gesteigert hatte, für 1,75 Mrd. £ an die PE-Firmen CVC und Permira verkauft. 1,3 Mrd. £ des Kaufpreises waren kreditfinanziert. Bereits drei Monate später wurden unprofitable Service-Stationen geschlossen und 1300 Beschäftigte entlassen. In mehreren Wellen wurden weitere Beschäftigte freigesetzt. Die ursprüngliche Belegschaftsstärke von etwa 10000 wurde bis heute auf ca. 6600 verringert. Um die 500 Beschäftigte des Fahrzeugeinsatzes waren betroffen, der Rest in der Verwaltung und in den Call Centern. Ein Teil der Call Center-Arbeit wurde nach Indien verlagert. Die Zahl der Patrouillen wurde verringert. Auch der Vorstandsvorsitzende gibt heute zu, dass die Belegschaft zu weit ausgedünnt wurde. Dies hatte zur Folge, dass die Arbeit verdichtet wurde. Überstunden nahmen massiv zu und führten zu Arbeitstagen von bis zu 11,75 Stunden und von Wochenarbeitsstunden bis zu 90 Stunden. Statt 5,2 Problemfälle am Tag bedienten die Patrouillen nun 6,8 Fälle. Die Einsatzbereitschaft für liegen gebliebene Fahrzeuge stieg von 30 Minuten auf 4 Stunden. Der Automobilclub fiel in der Benchmark-Liste des Konsumenten-Magazins Which vom ersten auf den dritten Platz zurück. Parallel zum Belegschaftsabbau wurden die Mitgliedsbeiträge um 30 Prozent angehoben. In der Zeit von 2003 bis 2005 verdoppelten sich die Gewinne des Unternehmens auf ca. 200 Mio. £. Die Verschuldung betrug Anfang 2007 über 1,3 Mrd. £. Im Frühjahr 2006 wurde eine Sonderausschüttung an die PE-Fonds in Höhe von 500 Mio. £ eingeleitet. Die Schulden würden auf fast 1,9 Mrd. £ ansteigen. CEO Tim Parker hat bereits Boni in Höhe von 20 Mio. £ erhalten. Wenn AA an die Börse gehen sollte, wird er nochmals einen hohen Bonus erhalten.<sup>17</sup>

Der Fall der *Friedrich Grohe GmbH*, an dem sich Private Equity-Fonds beteiligt hatten, sorgte in Deutschland für große Aufregung und massive Kritik an den Fonds. Das Unternehmen wurde von PE-Fonds hoch verschuldet, geriet dadurch in eine Schieflage und entließ sehr viele Beschäftigte. Gleichzeitig haben die Fonds dem Unternehmen viel Vermögen entzogen. Dies veranlasste im Jahre 2005 den Vorsitzenden der Sozialdemokratischen Partei Deutschlands, Franz Müntefering, zu der Aussage, Finanzinvestoren seien wie Heuschrecken. Sie grasten ein Unternehmen ab und zögen dann zum nächsten weiter. Seitdem ist dieses Bild nicht mehr aus der deutschen öffentlichen Diskussion wegzudenken. Was war geschehen? Die PE-Gesellschaft BC Partners hatte Grohe 1999 zu einem Preis von 900 Mio. Euro erworben. Der Kauf war zu zwei Dritteln bankkreditfinanziert. Die Fremdkapitalquote von Grohe stieg durch die Aktivität des Finanzinvestors von 50 % in den Jahren zuvor auf 94 % in 2003. BC Partners hatte sich durch Sonderausschüttungen („dividend recapitalisation“ oder kurz „recaps“) in den Jahren 1999 bis 2003 etwa 350 Mio. Euro ausschütten lassen. Dem Investor trug das Unternehmen jährlich 20 Prozent an Rendite ein. In 2004 verkaufte BC Partners das Unternehmen in einem „secondary sale“ für 1,8 Mrd. Euro an die Finanzinvestoren Texas Pacific Group (TPG) und Credit Suisse First Boston (CSFB) weiter. Experten hielten den Kaufpreis für zu hoch. Die wesentlichen stillen Reserven des

---

<sup>16</sup> Neue Rheinische Zeitung online, 25.01.06; homepage gategourmet.com, Abruf 26.02.06; FTD online Abruf 27.02.06; Berliner Zeitung online, 28.02.07

<sup>17</sup> Bloomberg News, 04.05.06; Brüssel IP/04/1049 27.04.04; homepage gmb.org.uk, 26.02.07, Abruf am 12.03.07; Die Zeit 27.02.06; homepage gmb.org.uk, 26.02.07, Abruf am 12.03.07; FTD online Abruf 27.02.06; Berliner Zeitung online, 28.02.07

Unternehmens waren bereits durch BC Partners gehoben worden. Durch die hohe Verschuldung geriet das Unternehmen in eine schwierige Lage. In einem Restrukturierungsprogramm, das McKinsey entwickelte, wurden ca. 1000 Beschäftigte von insgesamt ca. 5000 auf die Entlassungsliste gesetzt. Verbesserte Marktbedingungen und Erfolge im Ausland sorgten in 2006 für Steigerungen des Umsatzes und des operativen Ergebnisses Ebitda. Ein kleiner Teil der Entlassungen wurde zurück genommen. Da der Fall Grohe Anlass der kritischen Debatte in Deutschland war, nutzen nun Unternehmensleitung, Finanzinvestor und Wissenschaftler, die im Auftrag der Bundesregierung ein Gutachten zur Vorbereitung eines deutschen Beteiligungsgesetzes erstellten, die verbesserte Lage zu der Behauptung, dass das Unternehmen durch den Einfluss der PE-Gesellschafter wettbewerbsfähiger gemacht wurde. Der Beweis steht aus. Die andere Seite der Wahrheit bleibt unerwähnt: Die erfolgten Massenentlassungen wären ohne die hohe Verschuldung durch die PE-Gesellschaften nicht oder bei weitem nicht in diesem Ausmaß erforderlich gewesen; Grohe machte 2006 weiterhin Verluste, über deren Höhe jedoch keine Informationen veröffentlicht wurden; und das Unternehmen ist weiterhin stark verschuldet; die Ratingagenturen Standard & Poors' und Moody's stufen Grohe auf Junk Bond Level herab.<sup>18</sup>

Das Engagement von Finanzinvestoren beim deutschen Automobilzulieferer *Edscha* AG hinterließ ebenfalls deutliche Spuren in der Belegschaft. 1997 wurde das Unternehmen für 130 Mio. Euro an Flint Echo und Natwest verkauft. Diese reichten die Firma 2002 für 245 Mio. Euro in einem secondary sale an die PE-Gesellschaft Carlyle weiter. Der Finanzinvestor ließ sich in den nächsten Jahren kreditfinanzierte Sonderdividenden von 60 Mio. Euro auszahlen. Nachdem sich die Konjunktur verschlechterte, geriet das Unternehmen in Schwierigkeiten. Es hatte keine Reserven mehr, Verluste aufzufangen. Von insgesamt 6900 Stellen wurden 1000 gestrichen.<sup>19</sup>

Auch beim deutschen Automobilzulieferer *Kiekert* war die Kombination aus hoher Verschuldung durch den beteiligten PE-Fonds Permira und branchentypischen Absatzproblemen dafür verantwortlich, dass die Unternehmenskrise auf Kosten der Belegschaft gelöst wurde. Kiekert ist Weltmarktführer von Türschließsystemen für Automobile. Der Finanzinvestor Permira kaufte das Unternehmen im Sommer 2000 für 530 Mio. Euro und finanzierte den Erwerb vornehmlich mit Fremdkapital. 2003 wurde die Firma von der Börse genommen. Durch die hohe Schuldenlast und den Einbruch des Geschäftes – bedingt durch gestiegene Rohstoff- und Energiepreise und dem Verlust von Ford als Hauptkunden – konnte Kiekert in 2005 die Kreditverpflichtungen nicht einhalten. Im Herbst 2005 begannen die Gläubiger, Kiekert-Darlehen mit Abschlägen zu verkaufen. Die finanzierenden Banken und Hedge Fonds, die inzwischen einen Teil der Bankkredite gekauft hatten, übernahmen

---

<sup>18</sup> Wirtschaftswoche 02.09.04, S. 78; Frankfurter Rundschau 09.06.05, S. 9; Handelsblatt 09.06.05, S. 11; Der Spiegel 02.05.05, S. 134; Handelsblatt 06.05.05, S. 3; Süddeutsche Zeitung 07./08.05.05, S. 27; Handelsblatt 24.05.05, S.17; Frankfurter Allgemeine Zeitung 24.05.05, S. 18; Süddeutsche Zeitung 31.05.05, S. 28, Süddeutsche Zeitung 01.09.05, S. 30; Heinz Kussmaul/Armin Pfirmann/Vassil Tcherveniachki, Leveraged Buyout am Beispiel der Friedrich Grohe AG, in: Der Betrieb, Heft 47 / 2005, S. 2533-2540; Financial Times Deutschland 24.08.06, S. 3; Börsenzeitung 10.01.07, S. 13; Frankfurter Allgemeine Zeitung 10.01.07, S. 19; Frankfurter Allgemeine Zeitung net 15.01.07, Börsenzeitung 10.01.07, S. 13; Frankfurter Allgemeine Zeitung 12.02.07, S. 15; Frankfurter Allgemeine Zeitung 05.03.07, S. 16

<sup>19</sup> Süddeutsche Zeitung 17.11.05, S. 24; Financial Times Deutschland 07.04.06, S. 9; Süddeutsche Zeitung 04.10.06, S. 23; Handelsblatt 04.10.06, S. 21; Frankfurter Allgemeine Zeitung 04.10.06, S. 18; Süddeutsche Zeitung 05.10.06, S. 25; Börsenzeitung 31.10.06, S. 11; Süddeutsche Zeitung 31.10.06, S. 26; Frankfurter Allgemeine Zeitung 20.01.07, S. 14

das Unternehmen durch einen Debt-to-equity-swap (Umwandlung von Schulden in Unternehmensanteile) und drängten den PE-Fonds aus dem Unternehmen heraus. Permira verlor einen Großteil seines eingesetzten Eigenkapitals. Das Unternehmen verlagert nun große Teile der Produktion von Deutschland nach Tschechien. Allein dadurch verlieren etwa 200 Mitarbeiter ihren Arbeitsplatz. Um die Einsparungen in 2007/2008 zu erreichen, werden die eigentlich noch bis 2009 zu betreibenden Montagebänder kurzfristig nach Tschechien verlegt. In 2000 waren noch etwa 4000 Mitarbeiter bei Kiekert beschäftigt. Im Jahre 2006 wurde zwischen Belegschaft und Arbeitgeberseite ein Standortsicherungsprogramm bis 2009 beschlossen, das eine Reduzierung der nun noch 1500 in Deutschland Beschäftigten auf 1350 Beschäftigte vorsieht. Die Mitarbeiter verzichteten auf Urlaubsgeld und die von der Gewerkschaft ausgehandelte Tarifierhöhung. Dafür wurden – zunächst – betriebsbedingte Kündigungen ausgeschlossen.<sup>20</sup>

Die Entwicklungen des PE-Engagements in der deutschen Automobilzulieferbranche zeigen exemplarisch, wie bei ungünstigen Marktentwicklungen und hoher Verschuldung bzw. niedriger Eigenkapitaldecke Unternehmen durch die vorherige Einwirkung von PE-Fonds an den Rand der Existenz geraten können und dabei Arbeitsplätze vernichtet werden. Neben Kiekert und Edscha hatten in Deutschland auch die Automobilzulieferer Honsel und TMD Friction ähnliche negative Entwicklungen unter PE-Beteiligung durchlaufen.<sup>21</sup>

### **3. Exemplarische Fälle für die Aktivitäten von Hedge Fonds**

Der Schweizer Zeitarbeitskonzern Adecco plante in 2006 die Übernahme der Düsseldorfer Zeitarbeitsfirma DIS. In mehreren Schritten erwarb Adecco 83 % der DIS-Anteile. Die Hedgefonds Elliott International und The Liverpool intervenierten in die Übernahme und stiegen mit jeweils 10 % und 3 % bei DIS ein. Die Fonds wussten, dass Adecco den Anteil an DIS auf über 95 % erhöhen und die übrigen Aktionäre in einem Squeeze-out-Verfahren abfinden wollte. Adecco gab bekannt, die DIS AG von der Börse nehmen und die Dividende im Vergleich zu den Vorjahren um 80 % kürzen zu wollen. Dies drängte die verbliebenen Kleinaktionäre faktisch zum Verkauf. Mit Anträgen auf der folgenden Hauptversammlung und einem Gerichtsverfahren konnten Kleinaktionäre das Börsen-Delisting verhindern. Der Hedge Fonds Elliott strebt eine Schadensersatzklage an. Der DIS-Chef, so die Anschuldigung, habe Betriebsgeheimnisse an den (Noch-)Wettbewerber Adecco verraten. Für das Squeeze-Out-Verfahren ließ DIS in einem Gutachten einen Unternehmenswert von 51,82 Euro pro Aktie feststellen. Den Minderheitsaktionären wurden 55,80 Euro je Anteil als Abfindung angeboten. Die Aktie war jedoch zu dieser Zeit mit 74 Euro notiert, also vom Markt deutlich höher bewertet als von DIS. Die Hedgefonds hatten das Ziel, dass Adecco ihnen ihren Widerstand mit einem deutlich höheren Abfindungsangebot abkauft, so dass sie einen erheblichen Differenzgewinn realisieren können. Nebenbei deckten sie allerdings eine fragwürdige, intransparente Vorgehensweise der beiden Zeitarbeitsfirmen auf.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> Süddeutsche Zeitung 17.11.05, S. 24; Financial Times Deutschland 07.04.06, S. 9; Süddeutsche Zeitung 04.10.06, S. 23; Handelsblatt 04.10.06, S. 21; Frankfurter Allgemeine Zeitung 04.10.06, S. 18; Süddeutsche Zeitung 05.10.06, S. 25; Börsenzeitung 31.10.06, S. 11; Süddeutsche Zeitung 31.10.06, S. 26; Frankfurter Allgemeine Zeitung 20.01.07, S. 14

<sup>21</sup> Handelsblatt 04.10.06, S. 21; managermagazin 8/2006, S. 75 ff.

<sup>22</sup> Handelsblatt, 22.02.06, S. 14; Börsenzeitung, 23.03.06, S. 20; Börsenzeitung, 13.04.06, S. 12; Börsenzeitung 22.04.06, S. 9; Handelsblatt 07.06.06, S. 12; Börsenzeitung 09.06.06, S. 10; Börsenzeitung 10.06.06, S. 13; Handelsblatt 12.06.06, S. 19; Handelsblatt 21.06.06, S. 16; Börsenzeitung 12.07.06, S. 13; Börsenzeitung 04.11.06, S. 13

Die Auseinandersetzungen um die *Deutsche Börse AG* waren der erste größere Fall in Deutschland, bei dem Hedge Fonds massiv in die Strategie eines Unternehmens eingriffen und die Geschäftsstrategie komplett veränderten. Mit einer Minderheitsbeteiligung von ca. 30 Prozent erzwangen im Frühjahr 2005 mehrere Fonds den Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden Werner Seifert sowie einiger Aufsichtsratsmitglieder. Diese hatten sich gegen die Pläne der Hedge Fonds gewehrt, Mittel, die unter anderem für die Akquisition der Londoner Börse (LSE) vorgesehen waren, an die Anteilseigner auszuschütten. Die Hedge Fonds setzten sich durch. Die Verhinderung des Kaufs der LSE durch die Deutsche Börse hatte zur Folge, dass amerikanische Börsen Fusionen mit europäischen Börsen eingehen konnten und Einfluss bei der Neuordnung der zersplitterten europäischen Börsenlandschaft gewannen. Die Deutsche Börse war aus dem Spiel heraus. Im Februar 2007 startete die zweite Attacke von Hedge Fonds auf den Konzern. Die Fonds verlangten, dass die verschiedenen Arbeitsbereiche des Unternehmens rechtlich verselbstständigt werden und die Deutsche Börse AG nur noch reine Holding-Funktionen wahrnimmt. Durch ein besseres Rating würde so ein größerer Spielraum für eine weitere Verschuldung des Unternehmens entstehen. Die Hedge Fonds forderten, die so gewonnene zusätzliche Liquidität an die Anteilseigner auszuschütten sowie für ein großes Aktienrückkaufprogramm zu verwenden.<sup>23</sup>

Der deutsche Automobilzulieferer *Schefenacker AG* ist Weltmarktführer bei PKW-Rückspiegeln und –Soundsystemen. Er befindet sich zurzeit noch zu 100 Prozent im Familienbesitz. Die Akquisition des Rückspiegelbereiches von Britax International im Jahre 2000 brachte das Unternehmen in Schwierigkeiten. Es hatte für die aufgenommenen Kredite zu kurze Laufzeiten vereinbart. Der Zukauf erwies sich als nicht so profitabel wie erhofft. Schefenacker war zu einer Umschuldung der Kredite gezwungen. Es wurde ein neuer Kredit aufgenommen und eine Hochzinsanleihe platziert. Diese Finanzierung vergrößerte die Probleme. Da das Unternehmen zu geringe Cash Flows erzielte, verlor die Unternehmensanleihe deutlich an Wert. Hedge Fonds stiegen massiv in den Bond ein. Deutsche Banken, die zuvor noch schützend ihre Hand über Schefenacker gehalten hatten, trennten sich von ihren Anleihen, die wiederum von den 20 beteiligten Hedge Fonds aufgekauft wurden. Nach der Begebung der Anleihe war Schefenacker sehr transparent geworden. Die Hedge Fonds erkannten, dass das Unternehmen in eine Liquiditätsfalle laufen würde. Es würde dann seine Schulden nicht zurückzahlen und die Kredit- und Anleihezinsen nicht bedienen können. Eine weitere problematische Umschuldungsaktion folgte: Ein Kredit, an dem sich unter Führung der Citigroup-Bank nur Hedge Fonds beteiligten und dessen Verzinsung in Abhängigkeit von der Kapitalmarktsituation variabel war.<sup>24</sup> Die Hedge Fonds trieben den Preis dieses Instruments ohne Widerstand der Citigroup auf eine sehr hohe Risikomarge.<sup>25</sup> Ein Hedge Fonds, der mittlerweile den Großteil der Schulden unter seine Kontrolle gebracht hatte, konnte nun abwarten. Erholte sich das Unternehmen, würde der Fonds durch den niedrigen Kaufpreis der Anleihe und die hohen Zinsen eine erhebliche Rendite einfahren. Konnte das

---

<sup>23</sup> Handelsblatt 10.05.05, S. 18; Börsenzeitung 11.05.05, S. 1, S. 5; Süddeutsche Zeitung 11.05.05, S. 30; Die Welt 12.05.05, S. 3; Handelsblatt 18.05.05, S. 25; Wirtschaftswoche 19.05.05, S. 48 ff.; Börsenzeitung 20.05.05, S. 2, S. 4, S. 9; Süddeutsche Zeitung 20.05.05, S. 25; Handelsblatt 20.05.05, S. 1; Frankfurter Allgemeine Zeitung 23.05.05; Frankfurter Allgemeine Zeitung 24.05.05, S. 29; Börsenzeitung 24.05.05, S. 3; Frankfurter Allgemeine Zeitung 27.05.05, S. 25; Frankfurter Allgemeine Zeitung 28.05.05, S. 21; Handelsblatt 12.09.05, S. 24; Süddeutsche Zeitung 24./25.02.2007, S. 28; Die Zeit 22.02.07, S. 23

<sup>24</sup> Es handelte sich um eine Revolving-Credit-Facility auf Best-Effort-Basis.

<sup>25</sup> Finance Oktober 2005, S. 25 f.



Unternehmen seine Schuldentilgung nicht rechtzeitig leisten, würden die Kredite fällig gestellt, die Insolvenz eingeleitet und über die Mehrheit in der Gläubigerversammlung im Wege eines debt-to-equity-swaps die Übernahme des Unternehmens durch die Fonds und die verbundenen Banken erzwungen. So geriet das Unternehmen, das nach wie vor Weltklasse-Produkte herstellt, unter die Herrschaft der Hedge Fonds, mit völlig unkalkulierbaren Wirkungen für die Beschäftigten.<sup>26</sup>

Auch im Falle des deutschen Foto-Dienstleisters *Cewe Color* boten Managementfehler Angriffspunkte für Hedge Fonds. Das Unternehmen war in großem Umfang in der Analogfotografie tätig, entwickelte Bilder und Filme und leistete sonstige Dienste. Es erkannte – wie viele andere – möglicherweise nicht früh genug den Trend hin zur Digitalfotografie, leitete aber ab 2005 massiv den Umschwung ein. Es baute im Analogbereich Arbeitsplätze ab und investierte in den Digitalbereich. Mit der vorhandenen Liquidität soll die komplette Umorientierung auf die Digitalfotografie geleistet werden. Hedge Fonds, die Minderheitsanteile an dem Unternehmen erworben haben, betreiben unter Führung des Fonds Marcap (früher M2 Capital) die sofortige Ausschüttung des größten Teils der freien Mittel an die Anteilseigner. Das Unternehmen benötigt allerdings seine ganze Finanzierungskraft, um den Umschwung erfolgreich bewältigen zu können. Bei einem Erfolg der Hedge Fonds bliebe dem Unternehmen für mögliche Rückschläge eine zu dünne Kapitaldecke und es geriete in Insolvenzgefahr.<sup>27</sup>

Die *TUI AG* ist der größte Reisekonzern Europas. Er beschäftigt 63.000 Mitarbeiter und erzielte 2005 einen Umsatz von fast 20 Mrd. Euro und einen Jahresüberschuss von 495 Mio. Euro. Das Unternehmen besteht aus den zwei Säulen Touristik und Schifffahrt. In 2004 wurde der Konzern erstmals Opfer von Hedge Fonds, die mit Hilfe von Leerverkäufen versucht hatten, gegen den Kurs des Unternehmens zu spekulieren. Die *TUI AG* plante zu diesem Zeitpunkt den Börsengang ihrer Schifffahrtstochter *Hapag Lloyd AG*. Ziel der Hedge Fonds war es, die Marktkapitalisierung der *TUI AG* zu reduzieren, um den Konzern aus dem Börsensegment DAX zu drängen, was zu weiteren Kursrückgängen geführt hätte. Die Fonds zielten darauf, die Aktien der *TUI* nach dem Kursrutsch später zu einem günstigeren Kurs zurück erwerben und in Höhe der Spanne zwischen An- und Verkaufskurs Gewinne realisieren zu können. Es bestand außerdem die Gefahr, dass ein Aufkäufer von *TUI* die profitable Logistiktochter *Hapag Lloyd AG* aus dem Konzern herauslösen und Gewinn bringend verkaufen könnte. Der Angriff der Hedge Fonds wurde abgewehrt, u. a. durch einen konsequenten Schulterschluss von Vorstand und Aufsichtsrat, verbunden mit verschiedenen Abwehrmaßnahmen und der frühzeitigen Veröffentlichung guter Unternehmenszahlen. Der Börsengang der *Hapag Lloyd* wurde abgesagt. Im Sommer 2006 forderten Vertreter verschiedener Investmentfonds mit Minderheitsbeteiligungen auf einer Hauptversammlung die Zerschlagung des Konzerns, um den Wert der beiden Unternehmensteile Touristik und Schifffahrt getrennt voneinander zu maximieren. Unternehmensstrategie des Konzerns war es bisher, die schwankenden Erträge des konjunkturanfälligen

---

<sup>26</sup> Finance, 10/05, S. 74-76; Börsenzeitung 31.08.06, S. 10; Börsenzeitung 14.09.06, S. 12; Börsenzeitung 14.10.06, S. 11; Financial Times Deutschland 16.10.06, S. 7; Frankfurter Allgemeine Zeitung 18.10.06, S. 21; Börsenzeitung 21.10.2006, S. 10; Frankfurter Allgemeine Zeitung 31.10.06, S. 26; Börsenzeitung 03.11.06, S. 14; Handelsblatt 22.11.06, S. 11, 13; Financial Times Deutschland 22.11.06, S. 10; Financial Times Deutschland 12.12.06, S. 2; Börsenzeitung 13.01.07, S. 11, finantztreff Abruf Börsenkurs Anleihe Schefenacker 01.02.07 14:00

<sup>27</sup> Süddeutsche Zeitung 31.01.07, S. 26; Handelsblatt 31.01.07, S. 12; Frankfurter Allgemeine Zeitung 31.01.07, S. 14; Süddeutsche Zeitung 16.02.07, S. 17; Süddeutsche Zeitung 20.02.07, S. 18

Touristikgeschäftes durch hohe Ergebnisbeiträge der Schifffahrt auszugleichen. Da aber die Hapag Lloyd durch steigende Treibstoffkosten und fallende Frachtraten in die Verlustzone geraten war, wurde die Strategie nun von den Investmentfonds infrage gestellt. Unter dem Druck des Kapitalmarktes verfolgt der Konzern seit Jahren Kostensenkungs- und Restrukturierungsprogramme. Allein mit dem margenschwachen Touristikgeschäft ist eine Steigerung des operativen Ergebnisses nicht zu realisieren. Seit 2002 wurden in der Sparte Touristik bereits rd. 6.000 Arbeitsplätze gestrichen. Im Zuge der Übernahme der kanadischen Reederei CP Ships Ende 2005 fielen weltweit 2.000 Arbeitsplätze weg. Auf Druck des Kapitalmarktes bzw. beteiligter Investmentfonds wurden zudem die beiden Fluggesellschaften des Konzerns (HLF und HLX) unter einem gemeinsamen Markennamen Tuifly integriert. Mit der Neuausrichtung, die im Dezember 2006 bekannt gegeben wurde, sollen insgesamt 3600 Stellen, davon 400 in Deutschland, wegfallen.<sup>28</sup>

#### **4. Ökonomische Wirkungen Alternativer Investments auf Unternehmen**

Elementarer Bestandteil des Geschäftsmodells von PE-Gesellschaften ist es, durch eine starke Verschuldung des Zielunternehmens extrem hohe Eigenkapitalrenditen zu erzielen. Faktisch handelt es sich um einen Vermögenstransfer vom Unternehmen zum PE-Fonds. Dies geschieht in einem ersten Schritt durch einen vorwiegend fremdfinanzierten Kauf. In jüngerer Zeit wird der Unternehmenskauf durchschnittlich mit etwa einem Viertel Eigenkapital des Fonds und drei Viertel Fremdkapital finanziert.<sup>29</sup> Mit diesen Leveraged Buy Outs (LBO) kann die Eigenkapitalrendite des Zielunternehmens gesteigert werden, wenn die Gesamtkapitalrendite des Unternehmens höher ist als der Zinssatz des Fremdkapitals. Die Schuldaufnahme wirkt als Hebel für die Steigerung der Eigenkapitalrendite, daher die Bezeichnung. Die Verschuldung wird auf das Zielunternehmen übertragen (debt push down), das den Schuldendienst in Zukunft zu leisten hat. Dies kann das Unternehmen stark belasten. Die im Folgenden aufgeführten typischen Vorgehensweisen von PE-Fonds können das Grundproblem der Verschuldung weiter verschärfen.

„*Dividend Recapitalisation*“. Bei dieser Maßnahme werden vorhandenes Eigenkapital des Unternehmens und/oder stille Reserven des Unternehmens ausgeschüttet. Stille Reserven lassen sich aufdecken durch eine Neubewertung von Vermögensgegenständen des Unternehmens bei der Übernahme, wenn die Buchwerte unterhalb ihres eigentlichen Marktwertes in den Bilanzen stehen. Zur Ausschüttung der gehobenen Werte an den Fonds wird ein Kredit aufgenommen. Rekapitalisierungen sind also Ausschüttungen, die mit zusätzlicher Verschuldung bezahlt werden. Sie stellen eine Umwandlung von Eigenkapital in Fremdkapital dar

---

<sup>28</sup> Handelsblatt 11.05.05, S. 25; Wirtschaftswoche 12.05.05, S. 113 f.; Hannoversche Allgemeine Zeitung 02.12.04, S. 11; Frankfurter Allgemeine Zeitung 29.08.05, S. 12; Financial Times Deutschland 04.09.06, S. 17; Börsenzeitung 28.09.06, S. 8; finance 10/06, S. 7274; Financial Times Deutschland 16.10.06, S. 1; Börsenzeitung 17.10.06, S. 9; Hannoversche Allgemeine Zeitung 07.11.06, S. 9; Süddeutsche Zeitung 10.11.06, S. 25; Financial Times Deutschland 10.11.06, S. 8; Börsenzeitung 10.11.06, S. 10; Hannoversche Allgemeine Zeitung 14.11.06, S. 9; Börsenzeitung 08.12.06, S. 9; Financial Times Deutschland 08.12.06, S. 6; Frankfurter Allgemeine Zeitung 08.12.06, S. 19; Süddeutsche Zeitung 08.12.06, S. 21; Süddeutsche Zeitung 11.12.06, S. 21; Handelsblatt 14.12.06, S. 14; Handelsblatt 14.12.06, S. 13; Frankfurter Allgemeine Zeitung 15.12.06, S. 22; Handelsblatt 15./16.12.06, S. 16; Handelsblatt 16.12.06, S. 18; Börsenzeitung 16.12.06, S. 1, S. 11; Frankfurter Allgemeine Zeitung 16.12.06, S. 15; Süddeutsche Zeitung 16./17.12.06, S. 25; Wirtschaftswoche 18.12.06, S. 80-82; Handelsblatt 18.12.06, S. 18; Financial Times Deutschland 18.12.06, S. 6; Finance 12/06, S. 66-68; Börsenzeitung 11.01.07, S. 11; Süddeutsche Zeitung 15.01.07, S. 19; Financial Times Deutschland 30.01.07, S. 11; www.faz.net 01.02.07

<sup>29</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 25.07.06, S. 17

und erhöhen den Verschuldungsgrad bei gleichzeitigem Vermögensentzug. Laut der Ratingagentur Fitch gewannen Finanzinvestoren bei großen LBOs in 2004 nach 29 Monaten allein durch Rekapitalisierungen 64 Prozent ihres eingesetzten Eigenkapitals wieder zurück, in 2005 waren dies 77 Prozent des eigenen Kapitals nach bereits 20 Monaten.<sup>30</sup> Der für das erste Halbjahr berechnete Wert war 86 Prozent Rückgewinn nach 24 Monaten.<sup>31</sup> Im Zeitraum von 2002 bis 2005 hat sich die Summe der Rekapitalisierungen nach Untersuchungen der Ratingagentur Standard & Poors' weltweit auf 40 Mrd. Dollar pro Jahr verzehnfacht.<sup>32</sup>

„*Secondary Sales*“. Dies ist eine Ausstiegsform (Exit) des PE-Fonds aus dem Zielunternehmen durch Verkauf an einen anderen Finanzinvestor. Derartige Exits haben seit etwa 2003 deutlich zugenommen. Bei mittelständischen Buyouts standen sie in Europa in 2006 mit 55 % an erster Stelle, gefolgt von Verkäufen an strategische Investoren mit 22 % und Börsengängen mit 17 %.<sup>33</sup> *Secondary Sales* treiben die Kaufpreise und den Verschuldungsgrad zusätzlich an und haben bereits zahlreiche Unternehmen an den Rand der Insolvenz geführt. Betroffene Unternehmen sind bei steigenden Marktzinsen oder verschlechterten Marktbedingungen besonders gefährdet.

„*Club Deals*“. Es handelt sich um gemeinsame Käufe großer Unternehmen durch eine Gruppe großer Finanzinvestoren.<sup>34</sup> Mit ihnen können große PE-Gesellschaften auch Käufe mit Volumina durchführen, die ihnen sonst aufgrund der internen Begrenzung von Beträgen für Einzelkäufe verwehrt wären. PE-Fonds können dadurch kleinere Wettbewerber der PE-Branche fernhalten, den Preiswettbewerb untereinander ausschalten und den Markt für den Kauf großer Firmen unter sich aufteilen. Das amerikanische Justizministerium setzte Ende 2006 eine Ermittlung mit dem Verdachtsmoment verbotener Kartellabsprachen gegen eine Reihe von Fonds in Gang.<sup>35</sup>

*Neue Formen der Finanzierungsabwicklung.* Banken, die Kredite für die Fremdfinanzierung im PE-Geschäft bereitstellen, verkaufen diese immer häufiger am Markt weiter.<sup>36</sup> Die Kredite werden in Tranchen zerlegt, in handelbare Wertpapiere umgewandelt (Verbriefung) und an institutionelle Investoren wie CDO-Fonds<sup>37</sup> und Hedge Fonds veräußert. Die Fonds sind beteiligt, wenn im Falle eines Firmenzusammenbruchs eine Umstrukturierung der Finanzierung ausgehandelt wird. Die britische Regulierungsbehörde FSA kommentiert zurückhaltend: „Im Extremfall können diese Faktoren eine Restrukturierung unterminieren.“<sup>38</sup> Indem die Banken das Kreditrisiko in die Finanzmärkte streuen, wird ihr Druck, die Bonität der Kreditnehmer zu prüfen, geringer. Ein großer Teil der Übernahmekredite ist in den USA zuletzt ohne jegliche Covenants (Vertragsklauseln für den Gläubigerschutz)

---

<sup>30</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 12.04.06, S. 25

<sup>31</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 29.11.06, S. 24; Bundesbank 2005

<sup>32</sup> Handelsblatt 15.08.06, S. 23

<sup>33</sup> Börsenzeitung 21.12.06, S. 11

<sup>34</sup> The Economist September 30th 2006, p. 86-88

<sup>35</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 08.12.06, S. 17

<sup>36</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 07.09.06, S. 22

<sup>37</sup> CDO: Collateralized Debt Obligations, Umwandlung in Krediten in handelbare Wertpapiere, meist nach Risikoklassen geschichtet und mit unterschiedlichen Zinssätzen versehen

<sup>38</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 08.11.06, S. 25; FSA 2006

aufgenommen worden.<sup>39</sup> Experten, wie Todd Fischer von der Beteiligungsgesellschaft KKR, befürchten, dass sich durch die Risikoverlagerung in die Kreditmärkte eine sehr große Kreditblase aufbauen und – zeitlich weit verzögert – platzen könne.<sup>40</sup> Höhere Risiken für die Finanzmärkte resultieren auch aus dem vermehrten Einsatz von Hochzinsanleihen im PE-Geschäft, welches für etwa drei Viertel aller an den Märkten eingesetzten Anleihen dieser Art verantwortlich ist.<sup>41</sup> Die von den Banken über Verbriefung in den Kapitalmarkt gegebenen Kredite bleiben nicht bei dessen Erwerbern in den Bilanzen. Diese geben sie, oft nochmals in andere Papiere umgewandelt, an Marktteilnehmer weiter. Diese Verkettung erzeugte ein weltweit gigantisches Volumen an Kreditderivaten in schwankender Höhe zwischen etwa 17 bis 26 Billionen Dollar.<sup>42</sup> Bei größeren Ausfällen an einer Stelle kann über Ansteckungsgefahr in dieser Finanzungskette ein Dominoeffekt in den weltweiten Finanz- und Kapitalmärkten entstehen. Risikostreuung bedeutet in modernen Kapital- und Finanzmärkten daher immer zugleich auch Aufbau neuer Risiken. Investmentbanken, institutionelle Investoren, Regulierungsbehörden und Zentralbanken haben wiederholt dieses „systemische Risiko“ thematisiert.<sup>43</sup>

*Frühe Abschöpfung der Gewinne, Verlagerung der Risiken in die ferne Zukunft.* Beteiligungsfirmen nutzen zunehmend Darlehensformen, bei denen Zinsen und Tilgung erst am Ende der Laufzeit fällig werden.<sup>44</sup> Für Gegenwartsoperationen bleiben mehr Mittel, die Risiken entstehen zu weit entfernten Zeitpunkten, für die die Situation des Unternehmens kaum vorhergesagt werden kann und zu denen die Beteiligungsfirma bereits ausgestiegen ist. Generell versucht die Branche durch verkürzte Beteiligungszeiten, frühzeitige Sonderausschüttungen und die beschriebenen Finanzierungsformen den größten Teil der Renditen in der ersten Beteiligungsphase zu realisieren.<sup>45</sup> Sehr kurze Beteiligungszeiten mit großem Vermögensentzug („Quick Flips“) haben in jüngster Zeit deutlich zugenommen.<sup>46</sup>

Während PE-Fonds das Zielunternehmen in der Zeit ihres Engagements funktionsfähig halten und darauf achten müssen, dass das Unternehmen zum Verkaufszeitpunkt möglichst werthaltig erscheinen muss, brauchen *Hedge Fonds* bei unternehmensbezogenen Engagements hierauf kaum Rücksicht zu nehmen. Sie versuchen in sehr viel kürzerer Zeit als PE-Gesellschaften den Zielunternehmen Vermögen zu entziehen. Ob das Unternehmen dabei – auch in kurzer Sicht – geschädigt wird, stört ihr Geschäftsmodell nicht, wie in Kapitel 3 beschrieben. Hedge Fonds nutzen aggressiv Schwächen der betroffenen Unternehmen oder Zugriffsgelegenheiten auf Mittel, die für Zukunftsstrategien akkumuliert wurden. Bei ihren Angriffen sind sie bestrebt, Bündnispartner unter den übrigen Anteilseignern zu gewinnen. Dabei nutzen sie die schlechten Anwesenheitsquoten auf Hauptversammlungen, die schon mit kleineren Minderheiten die notwendigen Beschlüsse ermöglichen. Der obige TUI-Fall zeigt, dass Hedge Fonds nicht lediglich

---

<sup>39</sup> Handelsblatt 07.03.07, S. 28

<sup>40</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 02.03.07, S. 25

<sup>41</sup> Börsenzeitung 28.11.06, S. 5

<sup>42</sup> Börsenzeitung 12.12.06, S. 17

<sup>43</sup> Die Zeit 31.08.06, S. 20; The Economist September 23rd 2006, p. 69-71; Handelsblatt 07.03.07, S. 28

<sup>44</sup> ebenda

<sup>45</sup> Handelsblatt 06.11.06, S. 32

<sup>46</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 25.07.06, S. 17

passiv die Fehler anderer Marktteilnehmer ausnutzen, um Arbitragegewinne zu erzielen. Sie manipulieren oft – unter Einsatz großer Kapitalvolumina – aktiv die Kurse von Unternehmen, um Gewinne aus Leerverkäufen abschöpfen zu können.

Ein zentraler Punkt wird hieran deutlich: Hedge Fonds und PE-Gesellschaften agieren bewusst intransparent. Informationsasymmetrien zählen zu den zentralen Gründen für Marktstörungen.<sup>47</sup> Indem die Fonds Informationsasymmetrien erzeugen, gehören sie zu wichtigen Verursachern von Marktversagen. Sie verändern und manipulieren vor den anderen Marktteilnehmern verborgene Marktbedingungen, durch die sie aufgrund ihres so erarbeiteten Informationsvorsprungs als Erste profitieren. Den akkumulierten Überrenditen auf Seiten der Hedge Fonds stehen akkumulierte Zusatzrisiken auf Seiten anderer Marktteilnehmer gegenüber.

Die Steuerung und Kontrolle der Unternehmen durch die Kapitalmärkte soll angeblich zu höherer Effizienz führen. Eine große Fülle von Fallbeispielen legt nahe, dass Alternative Investments im Gegenteil selbst Ineffizienzen produzieren. Die Alternativen Investoren verändern die Unternehmen, an denen sie beteiligt sind, grundlegend: bis an die Grenze von „überflüssigem“ Kapital befreit, auf einen wirtschaftlichen Kernbereich konzentriert, auf kurzfristigen Erfolg optimiert, von allzu langfristiger Planung befreit. Diese Unternehmen sind im Unterschied zu noch nicht von Investoren bearbeiteten fragiler, anfälliger für Krisen, von einem kälteren sozialen Klima, mit schlechteren Arbeits- und Entlohnungsbedingungen für die Beschäftigten als zuvor. Die Entwicklung der Einzelunternehmen und der Gesamtwirtschaft verläuft durch ihren Einfluss erheblich volatiler. In vielen Fällen gibt es erhebliche Arbeitsplatzverluste. Bei Squeeze-Out-Maßnahmen trifft es oft die Kleinanleger, die mangels transparenter Prozesse und Strukturen durch zu niedrige Kurse oder Kursverfall übervorteilt werden. Der Shareholder-Value-Ansatz schafft teilweise Verbesserungen des wirtschaftlichen Wachstums und der Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen, aber zu sehr zu hohen Preisen.

Da bei einem LBO der laufende Cash Flow weitgehend für den Schuldendienst genutzt wird, kann das Unternehmen kein neues Vermögen akkumulieren. Durch den Entzug von Vermögen wird die Zukunftsfähigkeit des Zielunternehmens geschädigt. Zur Überbrückung von Krisen, beispielsweise bei Absatzeinbrüchen, verfügt das Unternehmen tendenziell nicht mehr über genügend Mittel. Ebenso werden langfristige Wachstumsstrategien oder Forschungs- und Entwicklungsvorhaben eingeschränkt. Der PE-Fonds kann derart vorgehen, weil er relativ kurzfristig beteiligt ist. Ein Bewertungsabschlag durch den Kapitalmarkt beim späteren Verkauf des Unternehmens aufgrund der hohen Verschuldung wird von den PE-Gesellschaften einkalkuliert, da dieser überkompensiert wird durch die hohen Renditen, die zuvor aus dem Unternehmen gezogen werden.

Extreme Verschuldung von Unternehmen und massiver Entzug von Vermögen sind Kernbestandteile der Aktivitäten Alternativer Investoren. Die Börsenzeitung und der deutsche renommierte Unternehmensrechtler Uwe H. Schneider sprachen in diesem Zusammenhang von „Eigenkapitalräubern“.<sup>48</sup> Durch Steuerbegünstigungen, wie der Abzugsfähigkeit der Kreditkosten vom Gewinn, wird diese Entwicklung in vielen europäischen Ländern sogar staatlich gefördert. Ebenso begünstigend wirkt, dass die Alternativen Investments in Steueroasen ansässig sind.

## **5. Soziale Wirkungen Alternativen Investments auf Unternehmen**

---

<sup>47</sup> Samuelson/Nordhaus 2005, S. 237 und S. 490

<sup>48</sup> Börsenzeitung 26.08.06, S. 8

Konkrete Fälle zeigen, wie leverage-finanzierte Käufe, Sonderausschüttungen und starke Verschuldung der Zielunternehmen in hohem Maße Arbeitsplätze vernichtet haben. Bei AA in Großbritannien gingen ein Drittel der Arbeitsplätze, bei Grohe fast 20 Prozent, bei Edscha knapp 15 Prozent verloren. Und bei Kiekert sind von ca. 4000 Arbeitsplätzen in Deutschland im Jahre 2000 bis heute nur noch etwa 1500 übrig geblieben, die noch weiter reduziert werden sollen. Darüber hinaus sind die Zielunternehmen durch eine ausgedünnte Kapitaldecke generell für die Zukunft schlechter gerüstet als vor dem Eintritt der PE-Fonds. Potenziell sind dadurch weitere Arbeitsplätze oder das gesamte Unternehmen gefährdet.

Die wenigen existierenden wissenschaftlichen Untersuchungen zu Arbeitsplatzeffekten Alternativer Investments sind weit überwiegend im Auftrag der Fonds-Industrie erstellt worden. Es verwundert nicht, dass sie zu dem Schluss kommen, Hedge Fonds und Private Equity Fonds schafften viele Arbeitsplätze. Meist wird erst gar nicht der Nachweis geführt, wie viele Arbeitsplätze *netto* entstanden sind.<sup>49</sup> Geschieht dies doch, dann vom Untersuchungsdesign und der Untersuchungsmethodik her in sehr fragwürdiger Weise. So in einer Studie der Unternehmensberatungsfirma A.T. Kearney aus dem Jahre 2006. Dort wird behauptet, dass PE-Investitionen in Europa in den Jahren 2002 bis 2005 etwa eine Million neue Arbeitsplätze geschaffen haben.<sup>50</sup> Es handelt sich jedoch um eine Metastudie, die auf 12 Studien fußt, die fast alle von der PE-Industrie beauftragt waren. Sie wurden in vielen Fällen von Einrichtungen durchgeführt, die ein positives Interesse an den Fonds haben, weil sie deren Kunden sind. Die methodisch bedenklichen Vorgehensweisen der Einzelstudien gingen in die Metastudie ein und führten zu verzerrten oder falschen Interpretationen.<sup>51</sup> Zuverlässige wissenschaftliche Untersuchungen über ökonomische, soziale und gesellschaftliche Auswirkungen Alternativer Investments scheitern bereits daran, dass die wichtigsten der hierzu erforderlichen Daten fehlen.

PE-Investments führen in vielen Zielunternehmen zu Verschlechterungen der Arbeitsbedingungen: Bei der deutschen Automobilwerkstättenkette A.T.U. wurde die Produktivität der Beschäftigten durch Arbeitszeitverlängerung und Arbeitsintensivierung gesteigert; der weit übermäßige Belegschaftsabbau beim britischen Automobilclub AA führte zur Überlastung der Belegschaft und zu einer wesentlichen Verschlechterung der Servicequalität; bei Gate Gourmet verfolgte der Investor extrem aggressive und verdeckte Strategien gegen das Personal.

---

<sup>49</sup> So die Untersuchung von PriceWaterhouseCoopers (siehe Literatur PWC 2005), mit finanzieller Unterstützung des deutschen Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity And Venture Capital Association e.V. – BVK

<sup>50</sup> A.T.Kearney 2006; Handelsblatt 19.12.06, S. 1

<sup>51</sup> Eine vom deutschen PE-Verband BVK veranlasste Studie von PWC (siehe Fußnote 49), die eine der 12 Quellen ist, enthält eine Reihe methodischer Fehler sowie problematischer wissenschaftlicher Vorgehensweisen. Die BVK/PWC-Studie basiert auf der Auswertung von Fragebögen, die PE-Firmen zugesandt wurden, die im BVK-Verband organisiert sind. Die Autoren sagen selbst, dass die erfassten Unternehmen kein für die Branche repräsentatives Sample darstellen. Die Studie hält nicht – und kann das auch nicht – wichtige beeinflussende Variablen konstant, was erst einen Vergleich mit Unternehmen erlauben würde, die nicht im Besitz von PE-Fonds sind. Weiterhin machen einige Untersuchungen den methodischen Fehler eines einfachen Vergleichs zwischen Unternehmen, an denen Alternative Investoren beteiligt sind, und Unternehmen ohne derartige Beteiligungen. Dabei wird nicht beachtet, dass die Fonds sich von vornherein nur auf „lohnende“ Unternehmen konzentrieren, also auf solche, die bereits ohne die Einwirkung von Alternativen Investments über wesentliche bessere ökonomische Potenziale verfügen als der Durchschnitt der Unternehmen.

Die Hans-Böckler-Stiftung hat Betriebsräte von Firmen interviewt, an denen Finanzinvestoren beteiligt sind.<sup>52</sup> Die Betriebsräte von Grohe sagen, dass die Finanzinvestoren, die zurzeit an ihrem Unternehmen beteiligt sind (Texas Pacific Group, Credit Suisse First Boston), im Zuge der Restrukturierungen ständig versucht hätten, die verschiedenen Standorte des Unternehmens und seine Belegschaften gegeneinander auszuspielen. Sie erlebten die Repräsentanten der Finanzinvestoren als Personen, die keine emotionale Beziehung zur Marke Grohe und ihren Produkten haben. TPG und CSFB identifizierten sich nicht mit dem Unternehmen und seinen Mitarbeitern, sondern begriffen Grohe lediglich als Finanzprodukt. Die Betriebsräte bezeichnen das Verhältnis zu TPG und CSFB als ausgesprochen konfliktär, die Zusammenarbeit und Kultur im Unternehmen hätten sich radikal verschlechtert.<sup>53</sup> Ähnliches berichten auch die Betriebsräte anderer Unternehmen, die oben aufgeführt sind. Ein Interessenausgleich zwischen wirtschaftlichen Interessen der Anteilseigner und denen der Belegschaft ist unter diesen Umständen erheblich erschwert oder unmöglich.

## **7. Gesamtwirtschaftliche und gesellschaftliche Wirkungen**

Die Alternativen Investments wirken als weltwirtschaftliche Umverteilungsmaschinerie. Sie spüren lohnende Objekte auf, die über „zuviel überflüssiges“, „unproduktiv gebundenes“ Kapital verfügen. Die Fonds zielen darauf ab, sich diese Mittel anzueignen. Interessant ist, den Weg des freigesetzten Kapitals zu verfolgen. Zum einen wird es von den Fonds in weitere lohnende Objekte investiert, um die Schraube der Kapitalfreisetzung weiter zu drehen. Zum zweiten fließt es an institutionelle Investoren und an vermögende Privatpersonen. Die Ausschüttungen gehen an Pensionsfonds, die zunehmend nach Hochrenditeanlagen Ausschau halten. Die hochrisikobehafteten Alternativen Investments machen die zukünftigen Rentenauszahlungen unbestimmter und risikoreicher. Banken und Versicherungen, weitere institutionelle Investoren, treiben durch Beteiligungen an Hedge Fonds und Private Equity Fonds ihre Rendite in die Höhe. Zu den Institutionellen zählen in den USA und Großbritannien auch Universitätsstiftungen, die die Mittel in die Hochschulen investieren. Drittens fließt ein großer Teil des entzogenen Vermögens den am Geschäft der Alternativen Investments beteiligten Personen zu. Teilweise können die Manager der „general partners“ von Hedge Fonds, diejenigen, die das Geschäft managen, bis zu 50 Prozent der erzielten Renditen für sich vereinnahmen. Extrem hohe Gewinnbeteiligungen ergeben sich bei erfolgreichen Geschäftsverläufen auch für Manager von PE-Gesellschaften und ihrer Partner. Die „partners“ in den PE-Beteiligungsfällen (wenige Einzelpersonen) erhalten in der Regel 20 Prozent des Gesamtgewinns („carry interest“). Nicholas Ferguson, Chef des britischen PE-Investors SVG Capital, hat berechnet, dass die PE-Gesellschaften in den Jahren 1996-2006 insgesamt einen Gewinn von ca. 430 Mrd. Dollar erzielten. Die Gewinnbeteiligung der Partner betrug demnach insgesamt etwa 86 Mrd. Dollar<sup>54</sup> Außerordentliche große Einnahmen erzielten auch die externen Kooperationspartner der Fonds wie Prime Broker, spezialisierte Rechtsanwaltskanzleien und Wirtschaftsberatungsgesellschaften. Die extrem hohen Einkommen der beteiligten Einzelpersonen führen bei diesen zu starker Vermögenskonzentration und teilweise zu luxuriösem Konsum, also zu einer

---

<sup>52</sup> [http://www.boeckler.de/cps/rde/xchg/SID-3D0AB75D-871E238A/hbs/hs.xsl/396\\_48994.html](http://www.boeckler.de/cps/rde/xchg/SID-3D0AB75D-871E238A/hbs/hs.xsl/396_48994.html)

<sup>53</sup> Blome-Drees/Rang 2006.

<sup>54</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 24.11.06, S. 25

Umverteilung gesellschaftlicher Ressourcen in Richtung Luxusgüterproduktion und Luxusgüterverbrauch.<sup>55</sup>

Die Finanzinvestoren sind zugleich Vorreiter und Beförderer einer Entwicklung, in der Unternehmen selbst zu rasch umgeschlagenen Handelswaren werden. Traditionell sind europäische Unternehmen in vielfachen Bezügen verstrickt, die ihre Handelbarkeit erschweren, wie Kündigungsschutz, Abfindungsvorschriften bei Entlassungen, Nachwirkung von Tarifverträgen bei Unternehmensübernahmen, Mitbestimmung oder Mitwirkung der Arbeitnehmer an Entscheidungen im Unternehmen, Umweltauflagen, steuerliche Vorschriften, die auf langfristigen Unternehmenserhalt zielen und Gesetze, die Unternehmensübernahmen erschweren. Jenseits rechtlicher Vorschriften zeigen traditionelle Manager eher Verantwortungsbereitschaft gegenüber den Beschäftigten oder Region, in denen das Unternehmen angesiedelt ist. Um im Finanzmarktkapitalismus die Handelbarkeit der Unternehmen zu verbessern, müssen diese Verbindungen der Unternehmen mit ihrer Umwelt gekappt und der Einfluss der Stakeholder jenseits der Anteilseigner beseitigt werden.

Die Anreize der Kapital- und Finanzmärkte funktionieren auch den Bankensektor um. Im Finanzmarktkapitalismus streben nun auch die Banken nach Extremrenditen und richten ihr Geschäft auf die Bedürfnisse des Kapitalmarktes und seiner wichtigsten Akteure aus. Sie entdecken die hohen Renditechancen Alternativer Investments: Anlagen in Hedge Fonds und Private Equity Fonds, Auflegen eigener Fonds<sup>56</sup>, Wahrnehmen von Prime Broker-Funktionen für Hedge Fonds, Verkauf von Krediten an Finanzinvestoren, Managen von Unternehmensübernahmen. Parallel dazu wachsen die Renditeansprüche an das Geschäft mit kleinen Privatkunden. So haben sich britische Bürger in einem historisch noch nie erreichten Maße privat verschuldet, doppelt so hoch wie auf dem europäischen Kontinent. Die Zahl der privaten Insolvenzen nahm drastisch zu.<sup>57</sup> Ähnliche Entwicklungen gibt es auch in den USA.<sup>58</sup>

Shareholder Value-Denken und Short-Termism gewinnen in der Gesamtwirtschaft beträchtlich an Boden. Unternehmen und Manager, die sich nicht nach diesen Prinzipien richten, werden Angriffsziele der Raider. Unternehmen des deutschen Börsensegmentes für Großunternehmen DAX haben sich in den Jahren 2002 bis 2005 erheblich entschuldet. Lag das Verhältnis von Fremdkapital zum Gewinn vor Steuern in 2002 bei den 30 DAX-Unternehmen durchschnittlich noch bei 4,96, so sank es bis 2005 auf 3,01.<sup>59</sup> Neben der niedrigen Verschuldung gilt für die meisten DAX-Unternehmen, dass sie auch einen hohen Free Cash Flow und niedriges Wachstum aufweisen. Dadurch werden sie zu interessanten Übernahmekandidaten für Finanzinvestoren, die ihnen in hohem Maße neue Schulden aufbürden können. Die Unternehmen aus den oberen Börsensegmenten der einzelnen europäischen Länder sind mit dem Wachsen der Mittel Alternativer Investments zunehmend in deren Blickfeld gerückt. Diese Unternehmen haben sich veranlasst gesehen, den Angriffen durch geeignete Abwehrstrategien („poison pills) vorzubeugen, z.B. durch

---

<sup>55</sup> Die Zeit 20.12.06, S. 23; Frankfurter Allgemeine Zeitung 21.12.06, S. 11; The Economist October 21th 2006; Die Boni der Chefs des Investment-Banking bei Barclays und bei Goldman Sachs für 2006 werden von Insidern auf jeweils etwa 60 bis 70 Mio. Euro geschätzt. Die Hierarchieebenen darunter profitieren ebenfalls von hohen Boni: Süddeutsche Zeitung 10./11.02.07, S. 36

<sup>56</sup> Handelsblatt 22.08.06, S. 26

<sup>57</sup> Süddeutsche Zeitung, 24./25.02.07, S. 28

<sup>58</sup> Handelsblatt 07.03.07, S. 28; Süddeutsche Zeitung 06.03.07, S. 26

<sup>59</sup> Financial Times Deutschland 22.12.06, S. 32



selbstinitiierte hohe Verschuldung, große Unternehmenskäufe, Aktienrückkaufprogramme, hohe Dividendenausschüttungen und massive Konzentration aufs Kerngeschäft.<sup>60</sup> Eine sehr ähnliche Entwicklung vollzog sich in den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts in den USA.<sup>61</sup>

Der Short-Termism zeigt sich an den inzwischen weit verbreiteten Quartalsberichten. Analysten messen die Berichte an ihren eigenen Prognosen und beeinflussen damit Anleger. Die Unternehmen fixieren sich auf kurze Zeiträume und vernachlässigen die Nachhaltigkeit der Unternehmensentwicklung. Im Zusammenhang mit der Quartalsberichterstattung nehmen Bilanz-Betrugsfälle zu.<sup>62</sup> Nicht nur in Europa, sondern auch in den USA gibt es aus der Industrie kritische Stimmen zum wachsenden Short-Termism. Anlässlich des Kaufgebotes von Finanzinvestoren für den Halbleiterhersteller Freescale im Jahre 2006 warnte der amerikanische Halbleiterverband, dass die Wettbewerbsfähigkeit der US-Chipfirmen unter einer PE-Herrschaft leiden könnte. Der Verband betonte, dass in diesem Industriesektor langfristig gedacht und investiert werde, und äußerte große Bedenken, ob dies mit Finanzinvestoren möglich sei.<sup>63</sup>

In bankengetriebenen Systemen, wie dies bis vor einigen Jahren noch die meisten europäischen Länder waren, werden Unternehmen durch interne Organe und Beziehungen kontrolliert („insider control“). Aufsichtsräte, Bankenvertreter, Management und Arbeitnehmervertreter, Politiker und Kunden, also Stakeholder, überwachen die Firma. Bei einem kapitalmarktgetriebenen System geschieht die Kontrolle und Steuerung über den Kapitalmarkt („outsider control“).<sup>64</sup> Dieses Corporate Government-System operiert mit hoher Transparenz des Unternehmensgeschehens nach außen, Unternehmensbewertungen durch Ratingagenturen und Analysten und Eingreifen der Anteilseigner in Unternehmensstrukturen und –strategien.

Vertreter dieses Systems halten die externe Kapitalmarktkontrolle der internen Kontrolle in bankengetriebenen Systemen für weit überlegen. Die Skandalfälle um Enron, Worldcom, Computer Associates und zahlreichen anderen Fällen in den USA zeigen jedoch, in welchem Umfang externe Unternehmenskontrolle – systembedingt – versagen kann.<sup>65</sup> Bilanzfälschungen in großem Maßstab, Vordatierungen von Aktienoptionen<sup>66</sup>, Handeln mit Insiderinformationen<sup>67</sup> und weitere kriminelle Vorgehensweisen hatten negative Folgen für Unternehmen, Beschäftigte und Kleinanleger. Kriminelles Managerverhalten wird in diesen Systemen durch

---

<sup>60</sup> Handelsblatt 02.02.06, S. 21

<sup>61</sup> Kaufmann/Englander 1993, S. 84

<sup>62</sup> Collingwood 2001

<sup>63</sup> Financial Times Deutschland, 22.11.06, S. 19

<sup>64</sup> Hackethal/Schmidt/Tyrell 2005

<sup>65</sup> Windolf 2003; Handelsblatt 03.04.06, S. 11; Frankfurter Allgemeine Zeitung 25.10.06, S. 26; Süddeutsche Zeitung 04/05.11.06, S. 26

<sup>66</sup> Handelsblatt 15.01.07, S. 11; Economist October 21st 2006, S. 73-74; Frankfurter Allgemeine Zeitung 19.10.06, S. 23; Frankfurter Allgemeine Zeitung 31.08.06, S. 23; Financial Times Deutschland 21.08.06, S. 25; Süddeutsche Zeitung 26.07.06, S. 26

<sup>67</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 16.09.06, S. 21; Frankfurter Allgemeine Zeitung 20.03.06, S. 14; Handelsblatt 05.03.07, S. 26; Handelsblatt 02./03./04.03.07, S. 21; Frankfurter Allgemeine Zeitung 07.12.07, S. 21

Incentives stark motiviert.<sup>68</sup> Es wird ein bestimmter Managertyp gefördert: Extrem risikobereit, große Talente im Erzielen kurzfristiger Maximalrenditen, gleichgültig gegenüber Produktion und Belegschaft, rigoros im Umstrukturieren des Unternehmens, orientiert auf extrem hohes eigenes Einkommen. Treten Betrug und Marktstörungen ein, sind staatliche Organe zu massiven Korrekturen gezwungen.

Der amerikanische Staat führte 2002 ein umfassendes Regulierungswerk mit Bilanzierungs- und Kontrollvorschriften ein, um ähnliche Bilanzbetrügereien wie die oben genannten in Zukunft zu unterbinden.<sup>69</sup> Nach den zwei Senatoren des Kongresses, die es initiierten, wurde es Sarbanes-Oxley-Act genannt. Einige Jahre danach beklagt sich die Wirtschaft über die hohen Kosten und bürokratischen Verfahren, die ihnen das Gesetzeswerk aufzwingt.<sup>70</sup> Die amerikanische Geschichte ist reich an staatlicher Regulierung ähnlicher oder größerer Dimension.<sup>71</sup> Sie zeigt, wie große Vorbehalte gegen ordnungspolitische Eingriffe des Staates bei Fehlentwicklungen, die gerade deswegen fast zwangsläufig eintreten, umso massivere Eingriffe erfordern können. Darüber hinaus besteht in den kapitalmarktgesteuerten Systemen paradoxerweise die starke Tendenz, dass börsennotierte Unternehmen durch Delistings der von den Vertretern kapitalmarktorientierter Systeme hoch gelobten Kapitalmarktkontrolle entzogen werden.<sup>72</sup>

Eine häufig vertretene These ist, dass Unternehmen, die unter dem Druck des Kapitalmarktes stehen, eine höhere Performance aufwiesen. Es gibt wissenschaftliche Untersuchungen, die dieser These widersprechen. Nach einer Studie des MIT haben hoch verschuldete Unternehmen im Vergleich zu langfristig investierenden einen geringeren Unternehmenswertzuwachs.<sup>73</sup> Jüngere Untersuchungen aus Deutschland zeigten, dass familiengeführte Unternehmen eine deutlich bessere Performance haben als andere Unternehmen.<sup>74</sup> Das deutsche Börsensegment für familiengeführte Unternehmen, Gex, entwickelte sich besser als der DAX.<sup>75</sup> Die Fallbeschreibungen der Kapitel 2 und 3 zeigen außerdem, dass der Kern der Geschäftsmodelle von Private Equity-Fonds und Hedge-Fonds darin liegt, bis an problematische Grenzen Werte aus den Unternehmen zu entnehmen

Experten sind der Auffassung, dass der PE-Markt – historisch zum wiederholten Male – seit 2006 in eine Überhitzungsphase gerät.<sup>76</sup> Es wird mit ständig steigendem Leverage-Grad operiert, gefördert durch den extrem niedrigen Kapitalmarktzins und der weltweit überbordenden Liquidität an den Finanzmärkten. Johannes Huth,

---

<sup>68</sup> Süddeutsche Zeitung 15.02.07, S. 4

<sup>69</sup> Kamp/Krieger 2005, S. 66

<sup>70</sup> Börsenzeitung 17.11.06, S. 6; Börsenzeitung 08.07.06, S. 13; Handelsblatt 26.06.06, S. 17; Economist April 22nd 2006, p. 59-60; Handelsblatt 14.03.06, S. 16; Börsenzeitung 24.01.06, S. 21

<sup>71</sup> Kaufmann/Englander 1993

<sup>72</sup> The Economist November 25th 2006, p. 78

<sup>73</sup> MIT 2001

<sup>74</sup> Financial Times Deutschland 04.07.06

<sup>75</sup> Handelsblatt 19.02.07, S. 1

<sup>76</sup> Börsenzeitung 15.12.06, S. 5; Financial Times Deutschland 05.12.06, S. 29; Frankfurter Allgemeine Zeitung 29.11.06, S. 24; Handelsblatt 28.11.06, S. 25; Frankfurter Allgemeine Zeitung 08.11.06, S. 25; Handelsblatt 31.10.06, S. 30; Der Spiegel 47/2006, S. 94; Frankfurter Allgemeine Zeitung 04.10.06, S. 25; Frankfurter Allgemeine Zeitung 01.08.06, S. 11; Frankfurter Allgemeine Zeitung 29.07.06, S. 21; Frankfurter Allgemeine Zeitung 29.06.06, S. 21; The Economist June 24th 2006, p. 84-85; The Economist February 18th 2006, p. 61-62

Europa-Chef von KKR, sprach von einer gefährlichen „Liquiditätsblase“.<sup>77</sup> Die Ratingagentur Standard & Poor's berichtete, dass die Verschuldung der Zielunternehmen in PE-Beteiligungen im Jahre 2006 mit dem 5,8fachen des operativen Ergebnisses Ebitda einen sehr hohen Wert erreicht hatte. In 2002 habe der Wert nur bei 4,3 gelegen.<sup>78</sup> Niedrige Kapitalmarktzinsen bieten mehr Potenzial, die Eigenkapitalrendite über höhere Verschuldungen der Zielunternehmen zu steigern. Beim Kauf von Unternehmen werden teilweise stark überhöhte Preise geboten, die zu mehr Verschuldung der Unternehmen führen. Die Experten betonen, dass die Höhe des Leverage und der Verschuldungsgrad inzwischen gefährliche Ausmaße angenommen haben. Immer häufiger können strategische Investoren nicht mehr mit den von PE-Fonds gebotenen Preisen mithalten. Zielunternehmen kommen dann nicht mit Langfristinvestoren zusammen. Edgar Meister, Vorstandsmitglied der Deutschen Bundesbank, erklärte, die hohen Schulden machten die Unternehmen verwundbar. Steigende Zinsen oder eine Eintrübung der wirtschaftlichen Lage könnten zur Insolvenz der betroffenen Unternehmen führen.<sup>79</sup> Zahlreiche Beteiligte aus der PE-Branche rechnen damit, dass es in dem überstrapazierten Markt zu größeren Kreditausfällen kommen wird.<sup>80</sup>

Kapitalmarktakteure betonen, dass die Risiken Alternativer Investments inzwischen beherrschbar seien. Ein Fall wie LTCM von 1998, bei dem ein Hedge-Fonds-Zusammenbruch massive Störungen der Kapital- und Finanzmärkte verursachte, könne sich nicht mehr ereignen. Hedge Fonds betrieben inzwischen ein effektives Risikomanagement. Prime Broker, Investmentbanken, die Dienstleistungen für Hedge Fonds erbringen, beteiligten sich effektiv an der Risikovermeidung. Neuere Fälle zeigen jedoch, dass die Gefahren nicht gebannt sind. Der Hedge Fonds Amaranth machte im September 2006 einen Verlust von 6,5 Mrd. Dollar, weil er zwei Drittel seines verwalteten Vermögens einseitig auf ein einziges Geschäft, eine Wette auf die Entwicklung des Gaspreises, gesetzt hatte.<sup>81</sup> Die amerikanische Investmentbank Bear Stearns, einer der weltweit größten Prime Broker-Dienstleister, ging entdeckten Betrugereien des Hedge Fonds Manhattan Investment Fund nicht nach. Durch den Zusammenbruch des Fonds verloren Anleger 400 Mio. Dollar.<sup>82</sup> Derartige Fälle haben weiterhin das Potenzial, größere Störungen an den Märkten zu verursachen.

Das verwaltete Vermögen der weltweit rund 9.000 Hedge Fonds wird auf etwa 1.400 Mrd. Euro berechnet.<sup>83</sup> Fachleute schätzen, dass Hedge Fonds gegenwärtig für über ein Drittel des Handelsvolumens an den großen Börsen verantwortlich sind.<sup>84</sup> Sie arbeiten mit hohem Leverage und können dadurch schätzungsweise 3500 Mrd. Dollar Finanzmasse in Bewegung setzen.<sup>85</sup> Anfang der 90er Jahre betrug das von

---

<sup>77</sup> Handelsblatt 29.11.06, S. 21

<sup>78</sup> Süddeutsche Zeitung 20.03.07, S. 26

<sup>79</sup> Handelsblatt 29.11.06, S. 21

<sup>80</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 04.10.06, S. 25; Financial Times Deutschland 15.09.06, S. 21

<sup>81</sup> Der Spiegel 39/2006; Handelsblatt 20.09.06, S. 25; Frankfurter Allgemeine Zeitung 22.09.06, S. 21; Financial Times Deutschland 29.09.2006, S. 20; Handelsblatt 10.01.07, S. 25

<sup>82</sup> Handelsblatt 19.02.07, S. 27

<sup>83</sup> Handelsblatt 06.02.07, S. 3

<sup>84</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 08.02.07, S. 19

<sup>85</sup> Financial Times Deutschland 12.12.2006, S. 17

Hedge Fonds verwaltete Vermögen nur 100 Mrd. Dollar.<sup>86</sup> Die von den Fonds eingesetzten derivativen Instrumente, die große Hebelwirkung besitzen, steigern die Risiken.<sup>87</sup> Hinzu kommt das zunehmend gleichgerichtete Verhalten der Fonds.<sup>88</sup> Und schließlich trägt zum Risiko das intransparente Vorgehen der Fonds bei. Oft steigen Hedge Fonds bei laufenden Unternehmensübernahmen massiv ein und üben auf den Preis und die Bedingungen der Übernahme entscheidenden Einfluss aus.<sup>89</sup> Diese Zusammenhänge zeigen das Schädigungspotenzial der Hedge Fonds auf.

Alternative Investoren entwickeln großes Interesse an privatisierten ehemaligen staatlichen Bereichen oder an Wirtschaftssektoren von großer öffentlicher Bedeutung, wie Zeitungsverlagen, Fernseh- und Radiogesellschaften, TV-/Telekommunikations-Kabelgesellschaften, Energie- und Wasserversorgung, Müllbeseitigung und -recycling, Gesundheit<sup>90</sup> und Wohnungsgesellschaften. Die Steuerung dieser Bereiche nach reinen Shareholder-Value-Prinzipien ist höchst problematisch. Eine Qualitätszeitung mit Spitzenrenditen zu betreiben, ist kaum möglich. Die britische Investorengruppe Mecom unter Leitung von David Montgomery schafft Renditesteigerungen in Zeitungsverlagerungen vor allem durch Massenentlassungen. Die Betroffenen werfen dem Investor ein fehlendes verlegerisches Konzept vor.<sup>91</sup> George Soros, Gründer des Hedge Fonds Quantum, beklagt den Rückgang von Qualität und Meinungsvielfalt in der amerikanischen Zeitungslandschaft durch die Einwirkung des Kapitalmarktes in den USA.<sup>92</sup> Beteiligungen von PE-Fonds in der Wohnungswirtschaft haben oft problematische Folgen: Investitionen werden reduziert, Mieten erhöht, die Wohnqualität sinkt. Dies zeigen die Beispiele von Viterra in Deutschland, einer Wohnungsgesellschaft, die die englische Beteiligungsgesellschaft Terra Firma für 7 Mrd. Euro vom Energiekonzern E.ON kaufte<sup>93</sup> und die Übernahme der Wohnungsgesellschaften Gagfah und Woba durch den amerikanischen Investor Fortress.<sup>94</sup>

Die Einwirkung von Alternativen Investoren auf die Wirtschaft treibt eine allgemeine Entwicklung der Wirtschaft mit voran, die in immer stärkeren gesellschaftlichen Ungleichheiten resultiert. So führen diese Investments zu enormen Einkommen der Manager<sup>95</sup> sowohl von Unternehmen als auch von Hedge Fonds und von Private Equity Fonds. Am anderen Ende der Beschäftigtenstruktur wird Druck auf die Einkommen ausgeübt. Die größer werdende gesellschaftliche Ungleichheit ist

---

<sup>86</sup> Financial Times Deutschland 29.09.2006, S. 20

<sup>87</sup> Derivate wie [Futures](#), [Optionen](#), [Zertifikate](#), [Optionsscheine](#), sowie [Termingeschäfte \(Forwards\)](#) oder [Swaps](#) arbeiten mit Basiswerten bzw. Kursen aus der Realwerte und schlagen bei der Bewegung dieser Basiswerte um ein Mehrfaches aus. Sie bilden daher die Realbewegungen hebelartig in verstärkter Form ab und führen gegenüber den Realwerten zu größeren Gewinnen oder Verlusten.

<sup>88</sup> Börsenzeitung 31.05.06, S. 17; ECB 2006; Bundesbank 2005

<sup>89</sup> Handelsblatt 20.02.2007, S. 24

<sup>90</sup> Börsenzeitung 29.08.06, S. 10

<sup>91</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 21.12.06, S. 36

<sup>92</sup> Der Spiegel 47/2006, S. 94

<sup>93</sup> Die Zeit 23.06.05, S. 22; Handelsblatt 18.05.05, S. 13, Börsenzeitung 18.05.05; Financial Times Deutschland 19.05.05, S. 22; Süddeutsche Zeitung 20.06.05, S. 25; Börsenzeitung 11.08.05, S. 6; Financial Times Deutschland 19.08.05, S. 17; Financial Times Deutschland 30.08.05, S. 2; Süddeutsche Zeitung 07.09.05, S. 24; Geschäftsbericht Dt. Annington 2005; Pressemitteilung Dt. Annington, 17.01.07; Börsenzeitung 18.01.07, S. 1 und S. 2; Handelsblatt 05.03.07, S. 22

<sup>94</sup> Financial Times Deutschland 01.04.05; Frankfurter Allgemeine Zeitung 16.02.07, S. 41

<sup>95</sup> Chahed/Müller 2006

besonders an der Entwicklung in den USA zu beobachten.<sup>96</sup> Der gleiche Trend zeigt sich in europäischen Ländern. Die Armut unterer Schichten wächst, ihre Bildungs- und Lebenschancen werden schlechter.

## **8. Begründungen und Ansatzpunkte für die Regulierung Alternativer Investments**

Finanzinvestoren haben in manchen Feldern eine wichtige Funktion, wie bei der Bereitstellung von Risikokapital für neue Geschäftsmodelle. Sie sollten hier Möglichkeiten der Betätigung erhalten. Umgekehrt sind differenzierte Regulierungsmaßnahmen erforderlich, die die hohen Risiko- und Schadenspotenziale Alternativer Investments vermeiden helfen. Indirekte Regulierung, z.B. im Falle von Hedge Fonds durch Prime Broker, ist nach Meinung wichtiger Experten nicht zielführend.<sup>97</sup>

Die erheblichen durch Alternative Investments verursachten Marktstörungen zeigen einen hohen Regulierungsbedarf auf. Die Krisen um die Hedge Fonds Amaranth und Bear Stearns führten zur Wiederaufnahme der kritischen Debatte um diese Fonds. Deren Regulierung war zum ersten Mal Thema des G7/G8-Gipfels.<sup>98</sup> Deutsche und französische Politiker setzten sich für eine schärfere Kontrolle von Hedge Fonds ein. Der konservative Präsidentschaftskandidat Sarkozy betonte die Notwendigkeit moralischer Werte und Sicherheitserfordernisse im Finanzkapitalismus.<sup>99</sup> Auch Vertreter der Branche, wie der Chef des weltweit größten Hedge-Fonds-Anbieters Man Group, Stanley Fink, sprachen sich für strenge Kontrollen aus.<sup>100</sup> In die gleiche Richtung äußerte sich der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI).<sup>101</sup> Zentralbanken und nationale Regulierungsbehörden aus den USA und einer Reihe europäischer Länder haben die vielschichtigen Risikopotenziale der Alternativen Investments beschrieben; sie sehen aber „zurzeit“ noch keinen größeren Regulierungsbedarf.<sup>102</sup> Der europäische Binnenmarktkommissar Charly McCreevy beantwortete die kritischen Diskussionen mit scharfen Angriffen auf Politiker und Regulierer. Bisher sei die Stabilität der Finanzsysteme nicht bedroht gewesen. Einige Leute, so McCreevy, wollten die Hedge Fonds „totregulieren“. Hedge Fonds und Private Equity Fonds hätten „...den Märkten Liquidität gebracht, den Wert von Unternehmen gesteigert und Rationalisierung und Innovation in Konzernen unterstützt.“<sup>103</sup>

Nach Meinung der Expertengruppe der Europäischen Sozialistischen Partei sollte die wirtschaftliche Tätigkeit in Europa an den Kriterien des Europäischen Sozialmodells gemessen werden.<sup>104</sup> Dies beinhaltet die Berücksichtigung der Interessen aller

---

<sup>96</sup> Der Spiegel 38/2006, S. 96 ff.; Frankfurter Allgemeine Zeitung 01.03.07

<sup>97</sup> So argumentiert das Vorstandsmitglied der Deutschen Bundesbank, Edgar Meister, dass Prime Broker nur in Teilbereiche der Hedge Fonds Einblick hätten, ein Gesamtüberblick über die Risikolage eines Hedge Fonds sei ihnen verwehrt. Frankfurter Allgemeine Zeitung 14.02.2007, S. 20

<sup>98</sup> Börsenzeitung 22.09.06, S. 6

<sup>99</sup> Financial Times Deutschland 15.02.07, S. 12

<sup>100</sup> Financial Times Deutschland 22.09.2006, S. 23

<sup>101</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 09.03.07, S. 15

<sup>102</sup> FSA 2005; FSA 2006; Bundesbank 2006; ECB 2005; ECB 2006

<sup>103</sup> Financial Times Deutschland 20.02.07, S. 18

<sup>104</sup> PSE 2006

wichtigen Stakeholder an den Unternehmen. Aus dem Europäischen Sozialmodell ergeben sich als regulatorische Mindestanforderungen drei Ziele:

- Abschaffung besonderer staatlicher Begünstigungen von Alternativen Investments
- Begrenzung der Möglichkeiten, Unternehmen Vermögen zu entziehen, insbesondere bei Investments mit kurzfristig orientierter Renditemaximierung
- Eindämmung der Auswüchse, die ungezügelter Kapital- und Finanzmärkte erzeugen: extreme Managergehälter, Intransparenz Alternativer Investments, hohe Verschuldung von Unternehmen, Umgehung/Verhinderung von Unternehmensstrategien mit Minderheitsanteilen, Verursachung von Marktstörungen durch die Fonds

Regulierungen sollten an folgenden konkreten Punkten ansetzen:

- Herstellung von Transparenz über Hedge Fonds und Private Equity Fonds durch Daten wie: Beteiligte Investoren; Beteiligungen an Unternehmen, beginnend bei Meldeschwellen ab 1 Prozent; vollständige Beschreibung aller beteiligten Prime Broker und der mit ihnen eingegangenen Geschäfte, insbesondere der Kreditverpflichtungen; Offenlegung der verfolgten Strategien, wie Leerverkäufe und deren Umfang; eingesetzter Leverage-Grad bei Geschäften ab einem bestimmten Volumen; eingesetzte derivative Instrumente; Risikoberichterstattung mit effektiven und aussagekräftigen Kennziffern
- Begrenzung der Verschuldung von Unternehmen im Rahmen von Aufkäufen; Begrenzung des Leverage. Denkbar sind Orientierungsgrößen der Verschuldung gemessen am Kaufpreis eines Unternehmens oder gemessen an seinem Eigenkapital; Begrenzung des debt push down, das heißt der Möglichkeit, die Schulden dem Zielunternehmen aufzuerlegen
- Begrenzung der Möglichkeiten, Superdividenden (dividend recaps) auszuschütten und dafür Kredite aufzunehmen
- Gesetzliche Gestaltung der Möglichkeiten der Stimmrechtsausübung in Hauptversammlungen dahin gehend, dass Beschlüsse, die durch Minderheitsaktionäre herbeigeführt werden, erschwert werden; Stimmrechtsvorteile bei längeren Haltefristen; Verschärfung von Acting in Concert-Regeln
- Begrenzen der Möglichkeiten, Minderheitsaktionäre herausdrängen zu können
- Erschwerung der Möglichkeiten feindlicher Unternehmensübernahmen: Stärkung der Rechte der Aufsichtsorgane der Unternehmen; Verbot der Zahlung von Prämien an Manager von Zielunternehmen für die Einwilligung in eine Unternehmensübernahme
- Steuerliche Gestaltung: Keine Gewinnabzugsmöglichkeiten von Kreditkosten, die durch Fremdkapitalaufnahme bei Unternehmensübernahmen entstehen; höhere Steuern auf kurzfristige Engagements; Besteuerung der Einkommen von Fondsmanagern; Quellensteuern auf Renditen aus Beteiligungsverkäufen und aus Dividenden der Zielunternehmen; normale Körperschaftssteuern und Gewerbesteuern für Managementfirmen der Fonds (keine Steuerbefreiung durch Statusanerkennung als Vermögensverwalter); steuerliche Diskriminierung von Offshore-Geschäften und Offshore-Gesellschaften

- Beschränkungen für Pension Funds und Versicherungsunternehmen, in Alternative Investments finanzieren zu können (beispielsweise maximal 5 oder 10 % des gesamten Anlagevermögens)
- Kein Zugang der Alternativen Investments zu offenen Märkten und für Kleinanleger (Retailing)
- Eingrenzung der Möglichkeiten von Hedge Fonds, nicht in ihren Wirkungen erforschte bzw. bekannte derivative Instrumente in ihren Geschäften einsetzen zu können

Das Europäische Sozialmodell ist dem Shareholder-Value-Ansatz entgegengerichtet. Aus ihm lässt sich ableiten, dass ein Unternehmen neben den berechtigten Interessen der Anteilseigner auch den Interessen der anderen Beteiligten zu dienen hat. In erster Linie sind dies die Beschäftigten und deren Bedürfnisse nach sicheren und attraktiven Arbeitsplätzen, nach guten Arbeitsbedingungen und nach einem angemessenen Verdienst, und generell nach guten Lebenschancen. Die Unternehmen, die massiv die Infrastrukturen unserer Gesellschaften und die Qualifikationen von Menschen in Anspruch nehmen, sind sowohl aus ökonomischen als auch aus moralischen Gründen verpflichtet, den Gesellschaften wieder einen Nutzen zurück zu geben. Die Gesellschaft gewährt den Unternehmen die Erlaubnis, sich gründen und betätigen zu dürfen. Sind Unternehmen etabliert, haben sie in einer Gesellschaft mit sozialen Werten Verantwortung für die Beschäftigten und die gesellschaftliche Entwicklung. Alternativen Investments fehlt die Legitimation, Unternehmen und deren Beschäftigte zu Handelsobjekten zu machen. Entscheidet sich Europa bewusst gegen die vollständige externe Kontrolle der Unternehmen durch den Kapitalmarkt und für das Europäische Sozialmodell, so muss es bereit sein, eine Politik mit entsprechenden ordnungspolitischen und abgestimmten staatlichen Eingriffen auf europäischer Ebene zu verfolgen.

## 9. Literatur

- A.T.Kearney 2006.* A.T. Kearney, Private Equity Creates Employment & Value, Düsseldorf 2006
- Blome-Drees/Rang.* Blome-Drees, Johannes; Rang, Reiner;  
[http://boeckler.de/pdf/mbf.finanzinvestoren\\_grohe.pdf](http://boeckler.de/pdf/mbf.finanzinvestoren_grohe.pdf)
- Bundesbank 2005.* Deutsche Bundesbank; Finanzstabilitätsbericht, November 2005, Frankfurt 2005
- Chahed/Müller 2006.* Chahed, Yasmine; Müller, Hans-Erich; Unternehmenserfolg und Managervergütung, Ein internationaler Vergleich, 2006
- Collingwood 2001.* Collingwood, Harris; Vom Widersinn der Quartalsberichte, in: Harvard Business Manager 6/2001, S. 77-86
- ECB 2005.* European Central Bank, Large EU Banks' Exposures to Hedge Funds, November 2005, Frankfurt 2005
- ECB 2006.* European Central Bank, Financial Stability Review, June 2006, Frankfurt 2006
- EC 2006 a.* European Commission, Internal Market and Services DG, Developing European Private Equity, Brussels July 2006
- EC 2006 b.* European Commission, Internal Market and Services DG, Managing, Servicing an Marketing Hedge Funds in Europe, Brussels June 2006

- FSA 2006.* The Financial Services Authority, Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement, Discussion Paper, November 2006
- FSA 2005.* The Financial Services Authority, Hedge Funds: A discussion of risk and regulatory engagement, Discussion Paper, June 2005
- Hackethal/Schmidt/Tyrell 2005.* Hackethal, Andreas; Schmidt, Reinhard H.; Tyrell, Marcel; Banks an German Corporate Governance: On the way to a capital market-based system? In: Corporate Governance – An International Review, Vol. 13, Nr. 3, May 2005
- Kamp/Krieger 2005.* Kamp, Lothar / Krieger, Alexandra, Finanzinvestoren in Deutschland, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf 2005
- Kaufmann/Englander 1993.* Kaufmann, Allen/Englander, Ernest J.; Kohlberg Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Capitalism, in: Business History Review 67 (Spring 1993), p. 52-97
- MIT2001.* Massachusetts Institute of Technology, Leverage an internal capital markets, in: Journal of Financial Economics, March 2001
- PSE 2006.* PSE – Socialist Group in the European Parliament, Hedge Funds and Private Equity – a critical analysis. Draft report, March 2007
- PWC 2005.* PriceWaterhouseCoopers, Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, München 2005
- Samuelson/Nordhaus 2005.* Samuelson, Paul A.; Nordhaus, William, D.; Volkswirtschaftslehre, Landsberg am Lech 2005
- Schneider 2006.* Schneider, Uwe H., Alternative Geldgeber oder Eigenkapitalräuber? Die sieben Halbwahrheiten über die „neuen Investoren“, in: Die Aktiengesellschaft 16/2006, S. 577-580
- Windolf 2003.* Windolf, Paul; Korruption, Betrug und ‚Corporate Governance‘ in den USA, Anmerkungen zu Enron, in: Leviathan, Heft 4, Dezember 2003, S. 185-218
- Windolf 2005.* Windolf, Paul (Hrsg.), Finanzmarktkapitalismus, Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, Wiesbaden 2005